

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

RAMON Kael BENASSI BACHMANN

OTIMISMO E DESEMPENHO: ANÁLISE LINGUÍSTICA EM COMPANHIAS
BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO

CURITIBA

2013

RAMON KAELE BENASSI BACHMANN

OTIMISMO E DESEMPENHO: ANÁLISE LINGUÍSTICA EM COMPANHIAS
BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO

Dissertação apresentada como requisito parcial à
obtenção do grau de Mestre. Programa de
Mestrado em Contabilidade do Setor de Ciências
Sociais Aplicadas da Universidade Federal do
Paraná.

Orientador: Prof. Dr. Luciano Márcio Scherer.

CURITIBA

2013

FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELA BIBLIOTECA DE CIÊNCIAS SOCIAIS
APLICADAS – SIBI/UFPR COM DADOS FORNECIDOS PELO(A) AUTOR(A)
Bibliotecária: Maria Lidianie Herculano Graciosa – CRB 9/2018

Bachmann, Ramon Kael Benassi

Otimismo e desempenho: análise linguística em companhias brasileiras
de capital aberto / Ramon Kael Benassi Bachmann. – 2013.
158 p.

Dissertação (Mestrado) - Universidade Federal do Paraná. Programa
de Pós-Graduação em Contabilidade, do Setor de Ciências Sociais
Aplicadas.

Orientador: Luciano Márcio Scherer.

Defesa: Curitiba, 2013.

1. Contabilidade. 2. Desempenho. 3. Indicadores. 4. Otimismo.
5. Análise do discurso. I. Universidade Federal do Paraná. Setor de
Ciências Sociais Aplicadas. Programa de Pós-Graduação em
Contabilidade. II. Scherer, Luciano Márcio. III. Título.

CDD 657.0721

**“OTIMISMO E DESEMPENHO: ANÁLISE LINGUÍSTICA EM COMPANHIAS
BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO.”**

ESTA DISSERTAÇÃO FOI JULGADA ADEQUADA PARA A
OBTENÇÃO DO TÍTULO DE **MESTRE EM CONTABILIDADE** (AREA DE
CONCENTRAÇÃO: CONTABILIDADE E FINANÇAS), E APROVADA EM SUA
FORMA FINAL PELO PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTABILIDADE
DA UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ.



PROF.ª DR.ª SIMONE BERNARDES VOESE
COORDENADORA ADJUNTA DO PROGRAMA DE MESTRADO EM
CONTABILIDADE

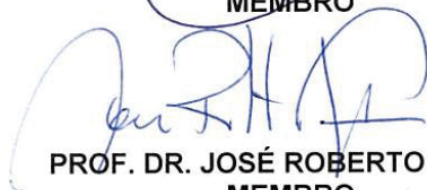
APRESENTADA À COMISSÃO EXAMINADORA INTEGRADA
PELOS PROFESSORES:



PROF. DR. LUCIANO MÁRCIO SCHERER
PRESIDENTE



PROF. DR. ROMUALDO DOUGLAS COLAUTO
MEMBRO



PROF. DR. JOSÉ ROBERTO FREGA
MEMBRO

*Dedico esta Pesquisa aos meus Pais,
Pilares para Construção do meu Caráter.*

HONRA AO MÉRITO

AGRADECIMENTOS

Primeiramente agradeço aos meus pais, à minha irmã e a todos os meus familiares pela confiança, incentivo e apoio para que eu pudesse corresponder da melhor forma possível às demandas do curso de Mestrado.

Ao amigo e gestor profissional Lucas Leite Sandrini pela confiança e compreensão nos momentos em que precisei ausentar-me do trabalho para atender às demandas da UFPR e pelo conhecimento compartilhado. Aos amigos e parceiros profissionais Paulo Gomes, Carolina Yuri Motoyama e Solange Waechter pelos ensinamentos, pela compreensão e auxílio nos meses finais do curso.

Aos amigos Fábio Luiz Bernardi e Eduardo Vinícius Bassi Murro pela parceria no compartilhamento de conhecimentos que me ajudaram a obter sucesso na vida acadêmica e profissional.

À amiga Joyce Menezes da Fonseca Tonin por ter contribuído para a realização desta pesquisa e pela dedicação plena ao Programa de Mestrado da UFPR, servindo de exemplo para mim e para muitos outros colegas. Ao amigo Ernani João Silva pelos ensinamentos profissionais e pelas lições de vida transmitidos durante os sábados de estudos na UFPR.

À professora Márcia Maria dos Santos Bortolucci Espejo pelo posicionamento exemplar como pessoa e pesquisadora, pela prontidão nos atendimentos solicitados, pelas dicas e palavras amigas nos momentos em que mais precisei de direcionamentos profissionais e acadêmicos.

Ao professor José Roberto Frega pela compreensão, dedicação e clareza em suas aulas e nos momentos em que me auxiliou nesta dissertação, esclarecendo dúvidas da melhor maneira possível.

Ao professor Luciano Márcio Scherer pela dedicação no preparo de suas aulas, pelas recomendações profissionais e, na condição de orientador desta Dissertação de Mestrado, pela confiança, paciência quanto aos prazos e pelo apoio claro, direto e sincero sempre que precisei.

Agradeço especialmente ao professor Romualdo Douglas Colauto que dedicando-se de forma impecável ao Programa de Mestrado da UFPR apresentou-me novos caminhos na pesquisa contábil e contribuiu decisivamente para o meu crescimento intelectual. Na condição de professor, pelas aulas exemplares. Na condição de amigo, por acreditar em mim e pelas opiniões sinceras.

RESUMO

O objetivo da pesquisa consiste em analisar a associação entre o otimismo presente nas mensagens dos gestores apresentadas nos Relatórios da Administração e o desempenho econômico-financeiro e de mercado das companhias listadas na BM&FBOVESPA de 2007 a 2011. Para atribuir graus de otimismo às mensagens dos gestores criou-se um instrumento de análise de discurso segregado nas instâncias (i) conversacional, (ii) indexical e (iii) acional e, estas, compostas por níveis de análise. Inicialmente, com o auxílio de uma professora da área linguística, atribuiu-se os graus fraco, semi-forte ou forte ao otimismo das mensagens quanto a cada nível de análise, sob a perspectiva interpretativista e hipotético-dedutiva da Análise do Discurso Crítica. Em seguida, exemplos de mensagens relacionadas a cada grau de otimismo, sob a perspectiva de cada instância linguística, foram submetidas a rodadas *Delphi* com especialistas de Linguística e Contabilidade de todo o Brasil, previamente selecionados. Após compilados os resultados das rodadas, as respostas dos especialistas foram utilizadas para atribuir valor (graus de otimismo) às mensagens dos gestores. Para avaliação de desempenho, utilizou-se indicadores clássicos para representar o desempenho contábil e o Q de Tobin para representar o desempenho de mercado. O cálculo destes indicadores foi viabilizado mediante coleta de dados no software Economática®. Compuseram a amostra setenta e quatro empresas listadas na BM&FBOVESPA, selecionadas pela disponibilidade de dados. Para verificar qual a associação entre o otimismo e o desempenho (contábil e de mercado) das companhias realizou-se a Análise de Dados em Painel. Os resultados exploratórios revelam indícios de que não há associação entre indicadores de liquidez e o desempenho das companhias, entretanto revelam associação direta entre o otimismo e o indicador de Rentabilidade do Ativo. Além disso, os achados revelam associação inversa entre o otimismo e a Composição do Endividamento das companhias. Em relação ao desempenho de mercado, os resultados foram de encontro ao que se esperava, revalando associação inversa entre o otimismo e o Q de Tobin. De modo geral, os resultados apontam na direção de que o gestor mostra-se confiante quando o desempenho de mercado é desfavorável, supostamente para minimizar o impacto de dados negativos frente ao mercado.

Palavras-chave: Desempenho. Indicadores. Discurso. Otimismo. Linguística.

ABSTRACT

The objective of the research is to examine the association between optimism present in the messages presented in the reports of managers and directors of financial performance and market of companies listed on bm & fbovespa from 2007 to 2011. To assign degrees of optimism to the posts of managers created a tool for discourse analysis in segregated instances (i) conversational, (ii) and indexical (iii) ational and those composed of levels of analysis. Initially, with the aid of a teacher's language area, awarded the degrees weak, semi-strong or strong messages of optimism as each level of analysis, from the perspective of interpretive and hypothetical-deductive critical discourse analysis. Then examples of messages related to each degree of optimism, from the perspective of each linguistic instance, underwent delphi rounds with experts of linguistics and accounting from all over brazil, previously selected. After compiled the results of the rounds, the experts' responses were used to assign value (degree of optimism) messages to managers. For performance evaluation, we used the classic indicators to represent the performance accounting and tobin's q to represent the market performance. The calculation of these indicators was made possible through data collection software economática ®. The sample consisted seventy-four companies listed on the bm & fbovespa, selected by data availability. To verify the association between optimism and performance (book and market) companies held the analysis of panel data. The exploratory results show evidence that there is no association between indicators of liquidity and performance of the companies, however reveal a direct association between optimism and indicator of return on assets. Furthermore, the findings show an inverse association between optimism and debt breakdown of companies. In relation to market performance, the results were against what was expected, revalando inverse association between optimism and tobin's q. Overall, the results point in the direction that the manager is confident when the market performance is poor, presumably to minimize the impact of negative data against the market.

Keywords: Performance. Indicators. Discourse. Optimism. Linguistics.

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 – Características Qualitativas da Informação Contábil	24
FIGURA 2 – Processo de Comunicação	27
FIGURA 3 – Modelo Teórico-Metodológico para Análise dos Discursos	60
FIGURA 4 – Metodologia para Avaliação dos Discursos	75
FIGURA 5 – Delineamento da Amostra	81
FIGURA 6 – Desenho da Pesquisa	83

LISTA DE EQUAÇÕES

EQUAÇÃO 1 – Equação do Q de Tobin proposta por Tobin (1969)	44
EQUAÇÃO 2 – Equação do Q de Tobin proposta por Lindenberg e Ross (1981)	45
EQUAÇÃO 3 – Equação do Q de Tobin proposta por Chung e Pruitt (1994)	46
EQUAÇÃO 4 – Cálculo dos Z-Scores	88

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – Quantidades de Respostas da Primeira Rodada <i>Delphi</i>	70
TABELA 2 – Resultados da Primeira Rodada <i>Delphi</i>	71
TABELA 3 – Quantidades de Respostas da Segunda Rodada <i>Delphi</i>	72
TABELA 4 – Resultados da Segunda Rodada <i>Delphi</i>	73
TABELA 5 – Cálculos para Identificação de <i>Outliers</i> – Desempenho	86
TABELA 6 – Quantidades de Empresas e Observações por Setor.....	88
TABELA 7 – Teste ANOVA da Análise Inicial de Conglomerados	89
TABELA 8 – Teste ANOVA da Análise Final de Conglomerados.....	90
TABELA 9 – Cálculos para Identificação de <i>Outliers</i> – Otimismo	91
TABELA 10 – Correlações entre Otimismo e Indicadores de Desempenho	93
TABELA 11 – Modelo de Regressão 1 com Dados em Pannel.....	95

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 – Categorização dos Estudos sobre <i>Disclosure</i>	31
QUADRO 2 – Indicadores Contábeis Clássicos Calculados	52
QUADRO 3 – Detalhamento do Cálculo do Q de Tobin	53
QUADRO 4 – Origens dos Dados Utilizados para Cálculo dos Indicadores	54
QUADRO 5 – Questionário Enviado na Primeira Rodada <i>Delphi</i>	65
QUADRO 6 – Aspectos Chave Observados por Nível e Exemplos	77
QUADRO 7 – Empresas que Apresentaram <i>Outliers</i>	87

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AC – Ativo Circulante

ADC – Análise do Discurso Crítica

ADP – Análise de Dados em Painei

ADJ – Valor dos Ativos de Curto Prazo

AI – Atos Ilocutórios

AL – Atos Locutórios

ANOVA – *Analysis of Variance* – Análise de Variância

AP – Atos Perlocutórios

ARLP – Ativo Realizável a Longo Prazo

AT – Ativo Total

BKCAP – Valor Contábil Líquido de Emissão das Ações

BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores do Estado de São Paulo

BP – Balanço Patrimonial

CAPES – Coodenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior

CE – Composição do Endividamento

CNPq – Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico

CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

D – Valor Contábil de PC, menos AC, mais E, mais PNC

DPA – Despesas Pagas Antecipadamente

DRE – Demonstração do Resultado do Exercício

E – Estoques

ED – Endividamento

FASB – *Financial Accouting Standards Board*

GA – Giro do Ativo

IASB – *International Accounting Standards Board*

IE – Indicadores de Espaço

IP – Indicadores de Pessoa

IT – Indicadores de Tempo

LC – Liquidez Corrente

LG – Liquidez Geral

LI – Liquidez Imediata

LS – Liquidez Seca

LSF – Linguística Sistemática Funcional

LTDEBT – Valor das Dívidas de Longo Prazo Ajustadas a Valor Presente

ML – Margem Líquida

MQO – Mínimos Quadrados Ordinários

NETCAP – Valor Contábil Líquido de Emissão das Ações Ajustado pela Inflação

NYSE – *New York Stock Exchange* – Bolsa de Valores de Nova Iorque

P – Pressupostos

PA – Preço ou Cotação da Ação

PC – Passivo Circulante

PNC – Passivo Não Circulante

PREFST – Valor de Liquidação das Ações Preferenciais da Empresa

Q – Q de Tobin

QA – Quantidade de Ações

RA – Relatório da Administração

RAT – Rentabilidade do Ativo

RPL – Rentabilidade do Patrimônio Líquido

SI – Significados Implícitos

STDEBT – Valor Contábil das Dívidas Correntes

TOTASST – Valor Total dos Ativos

VCOMS – Valor Total das Ações Ordinárias

VMA – Valor de Mercado das Ações

VMD – Valor de Mercado das Dívidas

VRA – Valor de Reposição da Firma

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	15
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO PROBLEMA DE PESQUISA.....	15
1.2 OBJETIVOS	18
1.3 JUSTIFICATIVA DO ESTUDO	19
1.4 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO	21
 2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	22
2.1 QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL.....	22
2.2 TEORIA DA COMUNICAÇÃO APLICADA À CONTABILIDADE	27
2.3 TEORIA DA DIVULGAÇÃO: DIVULGAÇÃO BASEADA EM JULGAMENTO.....	30
2.4 RELATÓRIO DA ADMINISTRAÇÃO	34
2.5 MENSAGEM OTIMISTA.....	37
2.6 INDICADORES CLÁSSICOS DE DESEMPENHO.....	40
2.7 Q DE TOBIN.....	43
 3 METODOLOGIA DA PESQUISA.....	49
3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA	49
3.2 PROCEDIMENTOS PARA COLETA E ANÁLISE DOS DADOS.....	51
3.2.1 Avaliação de Desempenho.....	52
3.2.2 Avaliação do Otimismo.....	56
3.2.2.1 Etapa 1 – Definição da Fonte	57
3.2.2.2 Etapa 2 – Definição do Modelo Teórico-Metodológico	58
3.2.2.3 Etapa 3 – Rodadas <i>Delphi</i> - Definição do Grupo de Especialistas	62
3.2.2.4 Etapa 4 – Rodadas <i>Delphi</i> - Elaboração do Questionário	64
3.2.2.5 Etapa 5 – Rodadas <i>Delphi</i> - Descrição e Análise dos Resultados	70
3.2.2.6 Etapa 6 – Avaliação do Otimismo das Mensagens dos Gestores	74
3.3 POPULAÇÃO E AMOSTRA	80
3.4 HIPÓTESES DO ESTUDO.....	82
3.5 DESENHO DA PESQUISA	83
3.6 ABORDAGEM DOS DADOS EM PAINEL.....	84

4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	86
4.1 INDICADORES DE DESEMPENHO DAS COMPANHIAS	86
4.2 OTIMISMO PRESENTE NOS DISCURSOS	91
4.3 ASSOCIAÇÕES ENTRE DESEMPENHO E OTIMISMO	93
 5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES	 96
5.1 CONCLUSÕES	96
5.2 RECOMENDAÇÕES PARA PESQUISAS FUTURAS.....	97
 REFERÊNCIAS	 98
 APÊNDICES	 108

1 INTRODUÇÃO

Neste capítulo apresenta-se uma breve contextualização para abordar o problema de pesquisa. Após, apresentam-se os objetivos, justificativas e, por fim, faz-se menção à estrutura da dissertação.

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO PROBLEMA DE PESQUISA

O *disclosure* é a última fase do ciclo contábil e possibilita o alcance do principal objetivo da Contabilidade que é prover informações úteis a seus usuários. Nesta última etapa é possível decidir quais informações divulgar; se apenas as informações obrigatórias ou também as voluntárias (IUDÍCIBUS, 2010).

Segundo Iudícibus e Lopes (2004), a divulgação de informações financeiras exerce papel importante na diminuição de assimetria informacional entre a alta administração e os acionistas. Explicam que no mercado de capitais os problemas de assimetria informacional ficam evidentes, uma vez que os gestores detêm maior carga de conteúdo informativo a respeito do desempenho dos negócios do que os investidores. Estes, por sua vez, tomam decisões baseando-se em informações geradas por administradores. Neste contexto, as demonstrações contábeis são a principal fonte de informação para boa parte dos investidores do mercado de capitais (MOURAD; PARASKEVOPOULOS, 2009).

Nesse aspecto, o *disclosure* auxilia na análise das oportunidades de alocação de recursos por parte dos investidores. Em outras palavras, é com base nas informações apresentadas pelos gestores que os investidores poderão inferir a respeito do desempenho e, principalmente, das expectativas futuras da companhia (LANZANA, 2004). Com isso, o tema *disclosure* tem ganhado destaque no meio acadêmico e corporativo justamente por ser um mecanismo dos gestores se comunicarem com acionistas e mercado para apresentar o desempenho da administração.

A Contabilidade como responsável por constituir elo entre a empresa e os interessados em suas informações por meio da fase de divulgação deve se

preocupar com o processo comunicacional. Para tanto, é preciso dispensar atenção (i) aos usuários dessas informações, (ii) ao canal utilizado para disponibilização e (iii) à qualidade da informação oferecida (SILVA; RODRIGUES, 2010). Nessa perspectiva, a forma como as informações são compreendidas na comunicação contábil constitui-se em fator essencial para que *stakeholders* possam utilizá-las adequadamente no processo decisório (DIAS FILHO; NAKAGAWA, 2001).

Contudo, o Balanço Patrimonial, a Demonstração dos Resultados e as Notas Explicativas requerem determinados saberes técnicos para que o processo comunicacional não seja interrompido e a informação tenha maior utilidade (SILVA; RODRIGUES, 2010). O *Statement of Financial Accounting Concepts* nº 2 (SFAC 2), editado em 1980 pelo *Financial Accounting Standards Board* (FASB) esclarece que a maximização dos benefícios da informação contábil ocorre quando esta torna-se mais compreensível e útil para maior número de usuários (DIAS FILHO, 2001).

Segundo Moraes, Nagano e Merlo (2004), o alcance de um maior número de usuários não significa necessariamente perda informacional durante o processo de transformação ou simplificação da informação. Por constituir-se em veículo que possibilita a disseminação de informações de caráter não obrigatório, o Relatório da Administração (RA) é mais acessível e condizente com a capacidade de compreensão de uma gama maior de usuários (BOGONI *et al.*, 2010).

De acordo com Silva *et al.* (2006) o RA constitui-se em fonte de informação narrativa e textual adicional às demonstrações contábeis para atender interesses dos diversos usuários. Ressaltam que gestores podem utilizá-lo para relatar assuntos relevantes a respeito de estratégias da organização, inovação, aspectos sócio-ambientais, fatos administrativos, resultados ocorridos no exercício financeiro e perspectivas futuras. Segundo Moraes, Nagano e Merlo (2004), há um interessante relacionamento entre a informação textual e a informação numérica, principalmente quanto à coesão das terminologias utilizadas pelas empresas ao longo do tempo.

Da interação entre as formas de expressão da informação contábil, têm-se a divulgação ao mercado de capitais, conforme explorado por Iudícibus e Lopes (2004). Esta divulgação tem o poder de ratificar ou alterar a opinião de usuários acerca das atividades da empresa sendo que “a informação contábil pode afetar o comportamento tanto de usuários quanto de seus provedores” (YAMAMOTO; SALOTTI, 2006, p. 7). Há alguns estudos que tratam do comportamento dos

provedores da informação no processo comunicacional, a exemplo de Gervais e Odean (2001), Boo e Simnett (2002), Yuthas, Rogers e Dillard (2002), Davis, Piger e Sedor (2006), Silva *et al.* (2006), Silva, Rodrigues e Abreu (2007), Colauto e Marques (2010). O RA, ao contemplar conteúdo de caráter não obrigatório, pode contribuir para a manipulação de informações por parte da alta administração, gerando alguns vieses na interpretação das mesmas. Além disso, o fato de o RA não ser um relatório auditado pode instigar os gestores a repassarem as informações de forma a protegê-las diante dos investidores (KOS, 2011).

O poder de comunicação do RA está atrelado à apresentação de atos praticados e expectativas sobre o reflexo das ações dos gestores na condução atual e futura do negócio (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 2010). Segundo Yuthas, Rogers e Dillard (2002), este relatório tem importância considerável pois os materiais textuais e narrativos podem influenciar investidores e analistas financeiros.

Neste meio de comunicação de informações voluntárias é possível observar que o comportamento dos provedores da informação, no caso os gestores, pode ser afetado pela informação contábil a respeito do desempenho, corroborando com Yamamoto e Salotti (2006). Tal assertiva é sustentada pelo estudo de Silva *et al.* (2006), o qual evidencia que a maior parte do conteúdo dos RAs é otimista e que há relação direta entre o endividamento e o otimismo dos gestores e relação inversa entre a receita e o otimismo. Para os autores, o otimismo é consequência do desempenho atual da companhia.

Há boas razões para se supor que administradores são suscetíveis ao viés do otimismo. Primeiro, pelo fato de que os indivíduos em geral tendem a superestimar as suas próprias habilidades (SVENSON, 1981; TAYLOR; BROWN, 1988; ALICKE *et al.*, 1995), tenderão a apresentar maior otimismo quanto a resultados incertos que acreditam poder controlar (MCKENNA, 1993). Em segundo lugar, os gestores podem deter excesso de otimismo com maior frequência do que outras pessoas devido a um viés de seleção. Segundo Gervais e Odean (2001), indivíduos mais otimistas a respeito de suas perspectivas profissionais têm chances maiores de candidatura aos cargos da alta gestão. Deste modo, as companhias podem selecionar indivíduos otimistas caso associem a aparência de confiança a uma provável maior habilidade do candidato, ou ainda caso prefiram propositalmente candidatos com este viés otimista (GERVAIS; ODEAN, 2001). Além disso, Klaczynski e Fauth (1996) mencionam que se espera que indivíduos mais inteligentes sejam os

membros da alta administração das companhias, e estes, segundo os autores, apresentam maior tendência a este tipo de viés. Nesse contexto, surge a seguinte questão: **qual a associação entre o grau de otimismo presente nas mensagens dos gestores reportadas nos Relatórios da Administração e o desempenho econômico-financeiro e de mercado das companhias listadas na BM&FBOVESPA no período de 2007-2011?**

1.2 OBJETIVOS

O objetivo geral do estudo consiste em analisar a associação entre o otimismo presente nas mensagens dos gestores apresentadas nos Relatórios da Administração e o desempenho econômico-financeiro e de mercado das companhias listadas na BM&FBOVESPA de 2007 a 2011.

Os objetivos específicos são:

- a) Criar um instrumento para avaliação do grau do viés otimista de mensagens textuais dos gestores das companhias, reportadas nos Relatórios da Administração;
- b) Avaliar o grau de otimismo de mensagens da alta administração, reportadas nos Relatórios da Administração, com base no instrumento criado;
- c) Avaliar o desempenho econômico-financeiro das companhias componentes da amostra por meio de indicadores contábeis clássicos e por meio do Q de Tobin; e
- d) Analisar a significância estatística da relação entre as variáveis que compõem os constructos grau de otimismo e desempenho para entender possíveis associações entre eles.

1.3 JUSTIFICATIVA DO ESTUDO

O estudo justifica-se, primeiramente, por constituir-se em requisito parcial à obtenção do grau de Mestre e por fazer parte do grupo de pesquisa intitulado Laboratório de Contabilidade Financeira, vinculado à Universidade Federal do Paraná e ao Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq).

Em termos teóricos, justifica-se pela construção de um modelo baseado na linguística para análise de discurso em mensagens dos gestores presentes nos Relatórios da Administração (RAs). Kos (2011) esclarece que a divulgação de informações relevantes e confiáveis tem papel vital no funcionamento do mercado de capitais. Para assegurar a transparência dessas informações, “é necessário que as empresas divulguem tanto as informações positivas quanto as negativas, possibilitando ao usuário da informação tomar suas decisões com mais segurança” (GOULART, 2003, p. 60).

Segundo Hendriksen e Van Breda (2010), a alta administração é quem mais conhece a empresa e suas atividades em comparação aos investidores, credores e outras pessoas externas à empresa. Ressaltam que a administração, por meio do RA, é capaz de maximizar a utilidade de informações identificando determinadas transações, eventos e circunstâncias de maior relevância na empresa, esclarecendo aos usuários da informação contábil seu impacto financeiro. Além disso, a divulgação voluntária apresentada nos RAs “pode ser realizada com terminologias mais acessíveis aos usuários, uma vez que dispensa o uso de termos técnicos, possibilitando maior entendimento por parte dos interessados na informação” (KOS, 2011, p. 21).

Em termos práticos, o estudo justifica-se pela aplicação de um instrumento para avaliação do otimismo dos gestores observado em suas mensagens presentes nos RAs. O caráter prático e também social do estudo justifica-se por uma pesquisa prévia realizada junto a corretoras de investimentos. Para verificar o grau de otimismo dos gestores utilizando como fonte de informações textuais os RAs, foi preciso atestar a utilidade prática destes para o mercado financeiro brasileiro.

Selecionaram-se as 97 corretoras de investimentos (ANEXO I) indicadas pela BM&FBOVESPA (2012), em 09 de março de 2012, para auxiliar investidores

em suas tomadas de decisões no mercado de capitais. Após a coleta do e-mail de cada corretora em seus respectivos *sites*, para contato com seus analistas, elaborou-se um breve questionário, conforme o ANEXO II.

Dentre os 97 e-mails enviados, apenas 18 retornaram. Todos os respondentes afirmaram que a análise econômico-financeira realizada pela corretora leva em conta as informações textuais provenientes dos RAs das companhias. Além disso, todos acreditam que as informações do Relatório da Administração influenciam os investidores na decisão de adquirir ou não as ações das companhias. Quanto ao grau de importância das informações advindas dos RAs para as análises econômico-financeiras realizadas, numa escala do tipo *Likert* de 5 pontos, 14 respondentes marcaram grau de importância 5 e 4 respondentes consideram grau de importância 4.

Em termos práticos, o estudo justifica-se também pela avaliação do desempenho de companhias por meio da aplicação de indicadores econômico-financeiros e do Q de Tobin, utilizado como indicador de mercado. Em ambiente competitivo, a avaliação de desempenho é essencial para a sobrevivência da empresa (MACEDO; CORRAR, 2009).

Segundo Marques (2004) e Omaki (2005), mesmo possuindo certas limitações, a utilização de medidas econômico-financeiras clássicas ainda é o procedimento mais comum para avaliação de desempenho e, a respeito desta, há estudos que comprovam sua validade no mínimo como estimador razoável do desempenho, a exemplo de Bezerra e Corrar (2006), Soares (2006), Lyra (2008), Lyra e Corrar (2009), Nunes (2010), entre outros.

Vieira e Santos (2005) esclarecem que a utilização de indicadores clássicos de análise fornece uma visão holística da situação econômica e financeira da empresa. Isso ocorre pois os índices podem ser utilizados com o objetivo de “perquirir, perscrutar as mais diversas potencialidades de desempenho econômico-financeiro, tais como: liquidez do patrimônio líquido, grau de endividamento, estrutura do capital, dentre outras” (VIEIRA; SANTOS, 2005, p. 51).

A avaliação de desempenho por meio do Q de Tobin justifica-se pois medidas baseadas no mercado minimizam as distorções causadas pela presença do risco, as quais são convencionais na elaboração de fluxos contábeis (MONTGOMERY; WERNERFELT, 1988).

1.4 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO

Esta dissertação está estruturada em cinco capítulos. O primeiro aborda a introdução, a qual engloba a contextualização do problema de pesquisa, os objetivos e as justificativas do estudo. O segundo capítulo apresenta o referencial teórico que alicerça a pesquisa. Dividido em sete seções, trata-se da qualidade da informação contábil, da teoria da comunicação aplicada à contabilidade, da teoria da divulgação com foco na divulgação baseada em julgamento, Relatório da Administração, mensagem otimista, indicadores clássicos de desempenho e Q de Tobin.

O terceiro capítulo apresenta a metodologia utilizada para orientar o desenvolvimento do estudo. Neste capítulo apresentam-se classificação da pesquisa; procedimentos para coleta e análise dos dados, detalhando os passos seguidos para avaliação do desempenho econômico-financeiro por meio de indicadores contábeis clássicos e por meio do Q de Tobin bem como a avaliação do otimismo das mensagens dos gestores; população e amostra; hipóteses do estudo; desenho da pesquisa e abordagem dos dados em painel.

No quarto capítulo descrevem-se e analisam-se os resultados obtidos. Divide-se este capítulo em três seções. Inicialmente apresenta-se o desempenho das companhias avaliado por meio dos indicadores clássicos de desempenho e por meio do Q de Tobin; em seguida apresenta-se o teor otimista das mensagens dos RAs analisados. Por fim, realiza-se análise das associações encontradas entre otimismo e desempenho. No quinto capítulo apresentam-se as conclusões e as recomendações para pesquisas futuras.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Este capítulo apresenta o referencial teórico que sustenta a pesquisa, enfatizando a informação contábil e sua qualidade como pressuposto de confiabilidade para os usuários, a teoria da comunicação aplicada à contabilidade, a teoria da divulgação com ênfase na divulgação baseada em julgamento, o Relatório da Administração, mensagem otimista, indicadores clássicos de desempenho econômico-financeiro e o Q de Tobin como indicador de desempenho de mercado.

2.1 QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL

Yamamoto e Salotti (2006) esclarecem que a informação contábil pode ser considerada aquela que “altera o estado do conhecimento de seu usuário em relação à empresa e, a partir de interpretações, a utiliza na solução de problemas, sendo a natureza da informação contábil entre outras, econômica-financeira e de produtividade”. Dessa maneira, a informação contábil constitui-se em fonte para tomada de decisões e, segundo Nascimento e Reginato (2008), é por isso que sua qualidade é essencial para usuários interessados no desempenho econômico e no potencial futuro de lucro e geração de caixa da entidade. Para Martin (1987, p. 2), “a informação é o componente básico das decisões e a Contabilidade é um sistema de informações especializado de base financeira que possibilita aos usuários alocações mais eficientes dos recursos sob sua responsabilidade”.

Moreira (2009, p. 30) explica que a qualidade da informação contábil pode ser entendida como “características que representam sua utilidade frente às demandas dos diversos tipos de usuários” e funcionam “como instrumento de predição para fluxos de caixa futuro e *feedback* das predições passadas” (MOREIRA; 2009, p. 34). O autor ressalta que a qualidade da informação contábil é uma ferramenta relevante para a mensuração de performance da empresa.

Paulo, Cavalcante e Melo (2012, p. 4) explicam que a qualidade da informação contábil difere entre empresas “devido à maior dependência do mercado de capital em relação a outras fontes de financiamentos das atividades empresariais,

influenciando, assim, o nível de monitoramento do desempenho das companhias através do *disclosure*". No entanto, as informações contábeis de qualidade para seus usuários devem garantir algumas características essenciais.

Segundo Nascimento e Reginato (2008), a informação contábil precisa ser acompanhada das seguintes qualidades: tempestividade, integralidade, confiabilidade, comparabilidade, compreensibilidade. Yamamoto e Salotti (2006) ressaltam que as principais características qualitativas da informação contábil são: a relevância, sendo capaz de auxiliar os usuários a valorar os resultados da empresa; a confiabilidade, possibilitando a verificação por outros profissionais; a consistência na sua divulgação; e, a comparabilidade com outros dados e empresas.

De acordo com Paulo, Cavalcante e Melo (2012), a qualidade informacional no campo contábil também está atrelada à sua utilidade. Além disso, reitera que a qualidade da informação contábil pode ser considerada um conjunto de dimensões ou atributos, como persistência, conservadorismo, transparência e bom nível de *disclosure*. Colauto e Marques (2010, p. 106) também ressaltam a necessidade da informação ser útil, afirmando que sua utilidade está relacionada ao fato de ser confiável, ou seja, "deve estar livre de erros ou vieses relevantes e representar adequadamente aquilo que se propõe a representar".

O *Financial Accounting Standards Board* (FASB) estabelece que a informação contábil de qualidade tem como atributos a relevância na tomada de decisão, a verificabilidade e a confiabilidade e o *International Accounting Standards Board* (IASB) considera como principais atributos qualitativos a utilidade, a compreensibilidade, a relevância, a confiabilidade e a comparabilidade (YAMAMOTO; SALOTTI, 2006).

Em âmbito nacional, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), por meio do Pronunciamento Conceitual Básico R1 – Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro (2011), apresenta e explica a estrutura conceitual das características que dão qualidade à informação contábil-financeira, conforme ilustrado na Figura 1.

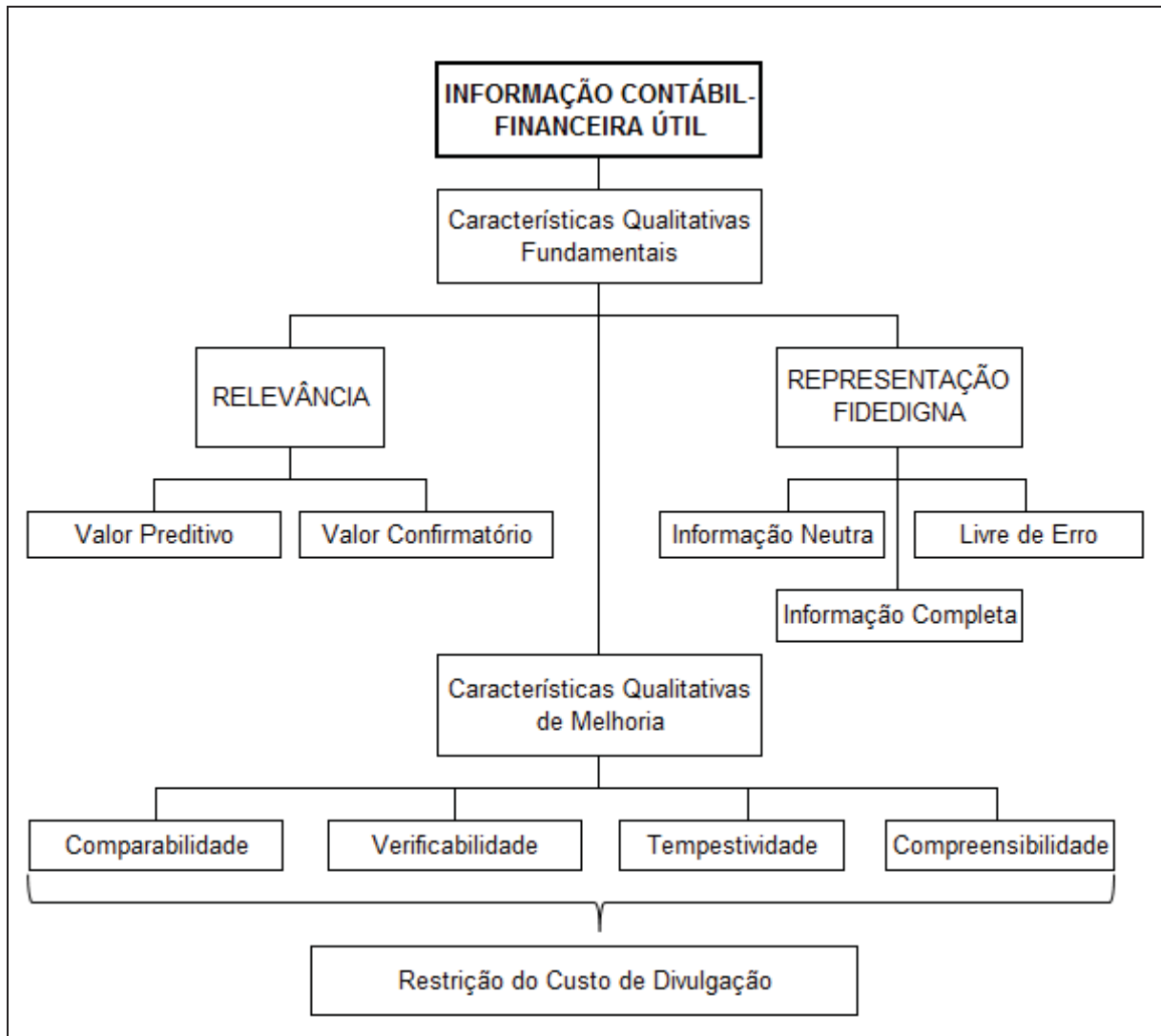


FIGURA 1 – Características Qualitativas da Informação Contábil

Fonte: elaborado a partir de CPC (2011).

Ao tratar das características qualitativas da informação contábil-financeira, o CPC (2011) se refere à “informação contábil-financeira útil” apenas como “informação contábil-financeira”, pressupondo a necessidade desta ser útil. Segundo o referido documento, se a informação contábil-financeira deve ser útil, ela precisa ter duas características qualitativas consideradas fundamentais: (i) a relevância e (ii) a representação fidedigna.

O CPC (2011) esclarece que a informação contábil-financeira útil possui relevância se for capaz de fazer diferença nas decisões que possam ser tomadas pelos usuários. Além disso, salva que esta carrega consigo a capacidade de fazer diferença nas decisões caso tenha (a) valor preditivo e/ou (b) valor confirmatório. O valor preditivo existe caso a informação contábil-financeira útil possa ser utilizada

como dado de entrada em processos empregados pelos usuários para prever futuros resultados e o valor confirmatório existe se a referida informação retroalimentar avaliações prévias, ou seja, servir de *feedback*. Muitas vezes, a informação que tem valor preditivo possui também valor confirmatório (CPC, 2011).

Quanto à relevância da informação contábil-financeira útil, o CPC (2011) aborda ainda a materialidade. Segundo o CPC (2011, p. 17), “a informação é material se a sua omissão ou sua divulgação distorcida puder influenciar decisões que os usuários tomam com base na informação contábil-financeira acerca de entidade específica que reporta a informação”. Assim, esta característica é entendida pelo referido pronunciamento como um aspecto de relevância que é específico de cada entidade em particular: baseia-se na natureza do item, na magnitude deste ou em ambos, tendo em vista ainda o contexto do relatório contábil-financeiro.

Aém de representar um fenômeno relevante, a entidade deve representar de forma fidedigna o que se propõe a representar (CPC, 2011). Segundo o CPC (2011), para a representação ser perfeitamente fidedigna, é preciso que a realidade retratada possua três atributos a serem maximizados o quanto seja possível: deve ser (a) completa, (b) neutra e (c) livre de erro.

O CPC (2011) explicita que a realidade econômica retratada é considerada completa caso toda a informação necessária à compreensão do fenômeno esteja incluída. Segundo A mesma norma explica que a realidade retratada é considerada neutra caso não haja viés na seleção ou apresentação da informação contábil-financeira útil, ou seja, a apresentação da realidade não deve ser distorcida com contornos ou manipulação, ainda que não precise ser isenta de propósito ou de influência no comportamento dos usuários.

Em relação ao terceiro atributo, o CPC (2011) esclarece que a representação fidedigna não significa exatidão em todos os aspectos, mas sim que não há erros ou omissões no fenômeno retratado. A norma salva que o processo utilizado para produzir a informação reportada deve ser selecionado e aplicado livre de erros. Além das características qualitativas fundamentais apresentadas, o CPC (2011) trata de características qualitativas de melhoria, que são assim chamadas pois melhoram a utilidade da informação que é relevante e representada com fidedignidade. São consideradas características qualitativas de melhoria: (i) comparabilidade, (ii) verificabilidade, (iii) tempestividade, e (iv) compreensibilidade.

Quanto à comparabilidade, o CPC (2011) explica que esta permite que os usuários identifiquem e compreendam similaridades dos itens e diferenças entre eles, sendo essencial pois as decisões requerem escolhas entre alternativas. Dessa forma, certa informação sobre uma entidade que reporta informação terá maior utilidade se puder ser comparada com informação similar a respeito de outras entidades e com informação similar acerca da mesma entidade para outro período.

“A verificabilidade ajuda a assegurar aos usuários que a informação representa fidedignamente o fenômeno econômico que se propõe representar” (CPC; 2011, p. 20). De acordo com o CPC (2011), esta característica de melhoria possibilita um consenso entre observadores distintos, embora não um completo acordo, a respeito do retrato de uma realidade econômica específica constituir-se em representação fidedigna. A referida norma detalha ainda que a verificação pode ser (a) direta, ou seja, verificar uma representação por observação direta, como pela contagem de caixa, ou (b) indireta, ou seja, checar fórmula ou outra técnica e recalculer os resultados obtidos, utilizando a mesma metodologia.

A tempestividade, por sua vez, significa disponibilidade informacional, para tomadores de decisão, a tempo para que possam utilizá-las em suas decisões. De modo geral, informações mais antigas tendem a ter menos utilidade (CPC, 2011). Por fim, a compreensibilidade significa classificar, caracterizar e apresentar a informação com clareza e concisão, de modo a torná-la compreensível (CPC, 2011).

Além de buscar o máximo possível o alcance das características qualitativas fundamentais e de melhoria da informação contábil financeira, o CPC (2011) apresenta uma restrição enfrentada pelas entidades: o custo de se gerar e divulgar a informação contábil-financeira. O processo de elaboração e divulgação dos relatórios contábil-financeiros impõe custos e é preciso que estes justifiquem-se pelos benefícios gerados pela divulgação da informação (CPC, 2011). Dessa forma, o CPC (2011) reforça a necessidade de que se avalie se os benefícios proporcionados pela elaboração e divulgação de determinada informação são provavelmente justificados pelos custos incorridos para fornecimento e uso dessa informação.

2.2 TEORIA DA COMUNICAÇÃO APLICADA À CONTABILIDADE

Bedford e Baladouni (1962) posicionam a comunicação como elemento essencial ao cumprimento das funções da contabilidade e por isso propõem a utilização da Teoria da Comunicação para aprimoramento da qualidade das informações contábeis. Os autores esclarecem que conceitos dessa teoria têm sido aplicados com êxito em ramos como a linguística.

Epstein (1988) afirma que a Teoria da Comunicação ganhou importância em diversas áreas ao se desenvolver e que seus fundamentos podem ser aplicados de forma bem sucedida para avaliação textual na perspectiva linguística tanto em relação à informação objetiva, ou seja, àquela calculada por meio de métricas aplicadas sobre o texto; quanto em relação à informação subjetiva, computada considerando-se a performance de sujeitos perante informações textuais. De forma geral, na acepção da Teoria da Comunicação desenvolvida por Shannon e Weaver (1963), o processo de comunicação se dá pela interação dos elementos emissor, mensagem, código, canal e receptor, conforme apresentado na Figura 2.

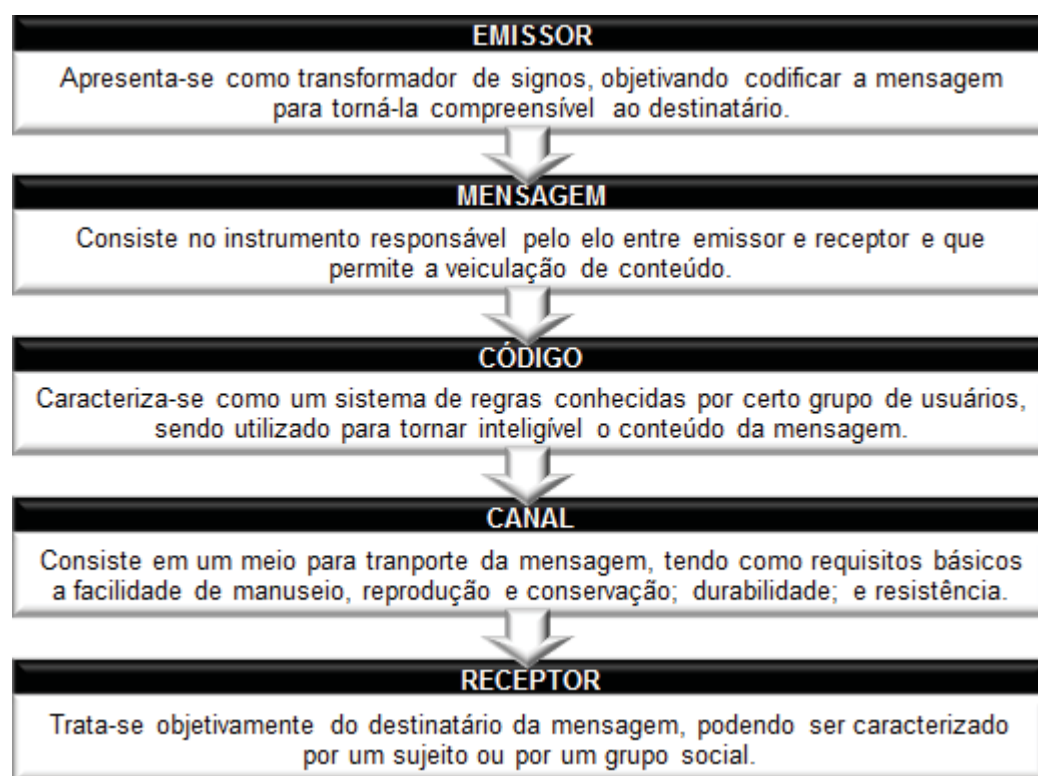


FIGURA 2 – Processo de Comunicação

Fonte: adaptado de Shannon e Weaver (1963).

Quanto ao emissor, Dias Filho e Nakagawa (2001) destacam três fatores que influenciam seu comportamento, seu objetivo e seus mecanismos de codificação no ato comunicativo, além do próprio conteúdo da mensagem. São eles: (i) habilidades comunicativas; (ii) grau de conhecimento do emissor; e (iii) a posição do emissor no sistema sócio cultural.

Conforme Dias Filho e Nakagawa (2001), os níveis de habilidade comunicativa determinam em parte a fidelidade da comunicação pois influenciam a capacidade individual de analisar os próprios objetivos e intenções, bem como a capacidade de codificar a mensagem de forma a expressar o que se pretende. Em relação ao nível de conhecimento do emissor, os autores ressaltam que este influencia o grau de fidelidade da comunicação pois se refere ao conhecimento do emissor sobre o assunto a ser veiculado e também sobre o próprio processo comunicacional. Por fim, segundo Berlo (1999), não há como uma fonte se comunicar como livre agente sem que seja influenciada por sua posição no sistema sociocultural.

Segundo a estruturação do processo comunicacional de Shannon e Weaver (1963), além do emissor, a mensagem e o código também interferem na qualidade da comunicação. O conteúdo da mensagem deve ser entendido como “a substância escolhida pelo emissor para exprimir seu objetivo” (DIAS FILHO; NAKAGAWA, 2001, p. 54). Segundo os autores, para a interpretação de qualquer mensagem deve-se deter certo grau de familiaridade com o código utilizado e por isso é preciso identificar até que ponto o destinatário da mensagem possui as condições necessárias para compreender o código.

Quanto ao canal utilizado para transportar a mensagem, Dias Filho e Nakagawa (2001) explicam que é necessário identificar a melhor forma de atingir o receptor e, ao mesmo tempo, incorrer no menor custo. Afirmam ainda que a decisão sobre o tipo de canal utilizado depende da adequação deste ao conteúdo da mensagem, ao código utilizado, às características do receptor, entre outros.

Em relação à eficiência do processo de comunicação, o receptor figura como elemento principal e seu desempenho na decodificação da mensagem pode ser influenciado principalmente por seu conhecimento a respeito do código utilizado pelo emissor (SCHMUTTE, 1983). Finalmente, Dias Filho e Nakagawa (2001) ressaltam a importância de considerar todos os elementos do processo comunicacional de modo integrado.

Nos limites da contabilidade, o processo de comunicação é bidirecional e interpessoal uma vez que o estudo sistemático da mensagem contábil sugere questionamentos acerca do significado daquilo que está sendo comunicado aos *stakeholders* (LAVOIE, 1987). Segundo Pereira, Fragoso e Ribeiro Filho (2004), neste processo o emissor da mensagem é o contador; a mensagem é elaborada por meio de informações qualitativas e quantitativas que são apuradas pela observação, registro e análise dos eventos econômico-financeiros; o código compreende as sintaxes contábeis numéricas e a linguagem técnica específica da área; o canal abrange relatórios obrigatórios como as demonstrações contábeis, os relatórios gerenciais e voluntários; e os receptores são os stakeholders, usuários que extraem utilidade da informação contábil.

Para Dias Filho (2000, p. 40) a divulgação dos resultados expressa o meio pelo qual a contabilidade cumpre sua missão, isto é, “comunicar aos seus usuários informações relevantes para orientar decisões”. Colauto (2005) argumenta que na contabilidade a comunicação só cumpre sua missão quando as informações sobre os eventos econômicos podem ser decodificadas de forma a habilitar o receptor a tomar decisões acertadas. Afirma também que a eficiência com que os usuários podem utilizar dados contábeis e analisá-los no processo decisório é variável em razão da compreensão dos conceitos e do entendimento das sintaxes utilizadas no processo de comunicação contábil.

Moreira (2009) ressalta que se o usuário da informação contábil não consegue interpretá-la, não se pode entender que houve uma comunicação e que, caso os códigos utilizados pelo emissor da mensagem sejam compreendidos pelo receptor, então a comunicação contábil estará concretizada.

Bedford e Baladouni (1962) explicam que é preciso entender que a contabilidade é um processo de comunicação que se desenvolve em duas dimensões: (i) dimensão da observação e (ii) dimensão da produção. A dimensão da observação caracteriza-se pelo recebimento e interpretação de informações a respeito de eventos econômico-financeiros da entidade, além da escolha das informações a serem comunicadas. A dimensão da produção caracteriza-se pela codificação e transmissão da informação para o usuário.

Bedford e Beladouni (1962) avaliam o processo comunicacional da contabilidade considerando os eventos econômicos, o contador, os demonstrativos contábeis e os usuários das informações contábeis. O modelo incorpora o conceito

de fidelidade, que expressa a relação desejada entre o contador e o usuário; e o conceito de significância, ou seja, a relação entre os demonstrativos contábeis e os eventos econômicos. Dessa forma, fidelidade se refere à correspondência que deve existir entre os significados que o usuário atribui às mensagens e aqueles que o contador pretende transmitir, e significância diz respeito ao grau de relevância e adequação com que a contabilidade consegue descrever os eventos econômicos.

Dias Filho (2000) ressalta a impotência de identificar a validade das informações no processo de comunicação contábil. Mais do que isso, o autor destaca que o nível de incerteza do usuário da informação contábil antes e depois de receber a mensagem possibilita uma avaliação de desempenho do processo de comunicação contábil e da eficácia de seus componentes.

Sendo assim, para melhorar o desempenho do processo de comunicação aplicado à contabilidade, é preciso garantir a qualidade informacional e também formar um arquivo-base de informações com potencial para fornecer saídas, periodicamente, que sejam úteis para os objetivos do maior número possível de usuários, pois ainda não conhecemos suficientemente os detalhes dos modelos decisórios de cada usuário (IUDÍCIBUS, 2010).

Nesse contexto, Bogoni *et al.* (2010) posicionam o Relatório da Administração (RA) como canal para comunicação de informações voluntárias por meio de linguagem muitas vezes mais compreensível a um número maior de usuários e, segundo Silva, Rodrigues e Abreu (2007), este canal é menos técnico e mais descritivo frente a outros documentos utilizados pelas companhias brasileiras de capital aberto para divulgação dos resultados.

2.3 TEORIA DA DIVULGAÇÃO: DIVULGAÇÃO BASEADA EM JULGAMENTO

Yamamoto e Salotti (2006) afirmam que o principal objetivo da Teoria da Divulgação consiste em explicar os motivos da divulgação da informação contábil. Os autores explicam que a divulgação de informações contábeis pode ser obrigatória ou voluntária: a divulgação obrigatória serve como principal fonte de informação contábil, enquanto a prática da divulgação voluntária deve ser incentivada pois tem como consequência a melhoria informacional no mercado de

capitais. Em relação à Teoria da Divulgação, destaca-se o trabalho de Verrecchia (2001), apresentado por meio de uma abordagem analítica que descreve modelos matemáticos desenvolvidos para explicar e prever fenômenos relacionados ao *disclosure*. Verrecchia (2001) afirma que existem três categorias para as pesquisas sobre divulgação de informações na área da Contabilidade, conforme apresentado no Quadro 1.

Categorias	Características
Divulgação Baseada em Associação <i>(association-based disclosure)</i>	Refere-se a estudos que analisam o impacto da divulgação no equilíbrio de preços e volume de negociações no mercado. O foco principal é o de analisar a associação entre a divulgação como um processo independente e as mudanças percebidas nos investidores com relação ao seu comportamento, de forma individual, aumentando o seu patrimônio por meio dos investimentos realizados.
Divulgação Baseada em Julgamento ou no Poder de Escolha <i>(discretionary-based disclosure)</i>	É aquela que observa a escolha dos gestores a respeito da divulgação de informações que eles possuem à disposição. São estudos que têm o objetivo de identificar os fatores relacionados à divulgação, fazendo a verificação de como estes gestores ou empresas tomam suas decisões quando o tema é a política de divulgação de suas informações
Divulgação Baseada em Eficiência <i>(efficiency-based disclosure)</i>	Está amparada por estudos que tocam as divulgações que são fornecidas quando não há conhecimento anterior das informações. Os estudos que são realizados nesta categoria apresentam o foco principal nos tipos de divulgação considerados mais eficientes.

QUADRO 1 – Categorização dos Estudos sobre *Disclosure*

Fonte: adaptado de Verrecchia (2001, p. 99).

As pesquisas enquadradas na categoria de Divulgação Baseada em Associação objetivam investigar a relação ou associação entre divulgação (como processo exógeno) e mudanças no comportamento dos investidores, que competem no mercado de capitais na forma de agentes individuais para maximizar sua riqueza (YAMAMOTO; SALOTTI, 2006). Segundo Kos (2011), este tipo de pesquisa caracteriza-se pelo estudo dos efeitos da divulgação nas mudanças das ações dos investidores, que podem ser percebidas nas oscilações dos preços dos ativos e do montante negociado.

A categoria de Divulgação Baseada em Julgamento inclui pesquisas que identificam os motivos da divulgação. Deste modo, objetivam examinar como os gestores decidem divulgar determinadas informações; tratam a divulgação como um processo endógeno, considerando os incentivos que os gestores têm para divulgar

as informações. Neste caso, o mercado de capitais é considerado o único consumidor representativo das informações divulgadas pelas empresas (YAMAMOTO; SALOTTI, 2006).

Por fim, a categoria de Divulgação Baseada em Eficiência abrange pesquisas sobre configurações de divulgação preferidas, na ausência de conhecimento passado sobre a informação. Nesta categoria, a divulgação ainda não ocorreu e, portanto, pode ser caracterizada como sendo *ex-ante*. Discute-se os tipos de divulgação mais eficientes, tipos preferidos, sendo que as ações dos agentes do mercado de capitais que maximizam a riqueza são endógenas (YAMAMOTO; SALOTTI, 2006).

Este trabalho é enquadrado na categoria de Divulgação Baseada em Julgamento, também conhecida como Teoria do *Disclosure* Discricionário. A premissa central desta teoria é que o *disclosure* é um evento endógeno e que os gestores têm incentivos econômicos para divulgar ou não informações de maneira voluntária, sendo que os usuários externos das demonstrações contábeis são considerados os consumidores dessas informações (VERRECCHIA, 2001).

Verrecchia (2001) sugere que, se o objetivo de um gerente é maximizar a capitalização corrente de mercado da firma e existem custos associados com a divulgação da informação, então há um equilíbrio: a informação que realça favoravelmente a capitalização corrente de mercado da firma é divulgada e a informação que realça desfavoravelmente é mantida, ou seja, não divulgada. Nesse caso, os investidores têm expectativas racionais acerca do conteúdo da informação não divulgada, presumindo esta como desfavorável. Para Cunha e Ribeiro (2008), as decisões de divulgar ou não determinadas informações são explicadas por características da própria companhia, como porte, desempenho, prática de governança corporativa, dentre outras.

De acordo com Dye (2001), essa teoria é um caso especial da Teoria dos Jogos, na qual a principal premissa é a de que a entidade só divulgará voluntariamente informações se for favorecida por essa prática. Dessa forma, o *disclosure* voluntário ocorre caso os benefícios gerados, como a redução do custo de capital ou aumento da liquidez das ações, forem superiores aos seus custos, a exemplo do custo de elaboração e publicação das demonstrações contábeis, custos de propriedade, entre outros. Dye (2001, p. 184-185) apresenta ainda alguns exemplos de aplicações da Teoria da Divulgação Baseada em Julgamento.

Considere um vendedor de carro que enfatiza a confiabilidade do carro, mas não menciona nada a respeito do seu desempenho. A teoria permite-nos concluir que o desempenho do carro não é muito bom. Considere alguém cujo currículo pareça extraordinário, exceto por um período de intervalo de 15 anos não mencionados entre o colégio e a faculdade. A teoria nos permite inferir que a pessoa estava na prisão, em uma faculdade ou relacionada com alguma outra atividade imoral durante esse intervalo de tempo extenso. Considere uma empresa que, na seção de destaque do seu relatório anual, repetidamente enfatiza seu sucesso em atingir reduções de custos, mas não menciona nada sobre as receitas. A teoria permite-nos inferir que o crescimento de receitas da empresa foi decepcionante, mesmo antes de verificar a demonstração de resultados da firma.

Segundo Verrecchia (2001) a divulgação baseada em julgamento é focada no conceito da seleção adversa, cuja condição é a existência de assimetria informacional. Salotti, Yamamoto e Pimentel (2007) explicam que a seleção adversa pode ser percebida no momento que um comprador racional interpreta a informação não divulgada como desfavorável em relação ao valor ou qualidade do ativo. Assim, a estimativa do valor do ativo passa a ser adversa, ou seja, na falta de informação, os investidores descontam o valor dos ativos até o momento em que se torna interessante para a firma revelar a informação desfavorável. Para Salotti, Yamamoto e Pimentel (2007), a noção de que certa informação não divulgada pode ser revelada por decorrência do comportamento dos investidores fornece base a quase todos os estudos enquadrados na categoria de Divulgação Baseada em Julgamento.

Cunha e Ribeiro (2008) afirmam que uma empresa com perspectivas financeiras positivas para os exercícios subsequentes tem estímulo maior para divulgar de forma detalhada essas perspectivas e outras informações pois espera que os custos relacionados a essa divulgação contrapesem os benefícios. Por lado, em uma empresa com más perspectivas, a falta de divulgação destas informações pode levar o mercado a entender que as perspectivas futuras da empresas são ruins e, por isso, não compensaria incorrer em custos para divulgar, já que a própria ausência de divulgação levaria o mercado a interpretar a dificuldade da empresa.

Para fins desta investigação, toma-se os Relatórios da Administração, complementares às demonstrações contábeis divulgadas, como fornecedores de informações aos usuários externos, constituindo-se em relatórios preparados de acordo com julgamentos dos gestores das companhias por deterem informações voluntárias e que não são auditadas (SILVA; RODRIGUES; ABREU, 2007).

2.4 RELATÓRIO DA ADMINISTRAÇÃO

O Relatório da Administração (RA) é o documento por meio do qual os administradores se comunicam com os usuários da informação contábil (KOS, 2011). Apesar de não fazer parte do conjunto de demonstrações contábil-financeiras das empresas, sua divulgação é exigida pelo artigo 133 da Lei nº. 6.404/76 para as companhias brasileiras de capital aberto.

Iudícibus *et al.* (2010) afirmam que o RA normalmente apresenta informações de caráter não-financeiro e que influenciam as operações da empresa, por exemplo: (i) mudanças nas perspectivas futuras em relação à empresa e ao setor; (ii) planos de crescimento da empresa; (iii) valor investimentos a efetuar; (iv) valor previsto para gastos com pesquisa e desenvolvimento. Além destas informações, Silva, Rodrigues e Abreu (2007) destacam que o RA deve evidenciar os negócios sociais e fatos administrativos, investimentos, política de distribuição de dividendos, entre outros.

Para Iudícibus *et al.* (2010), o RA deve ser preparado de modo prospectivo, apresentando análises do passado que possibilitem a identificação de tendências futuras, constando projeções para o próximo exercício, etc. Os autores ressaltam que é preciso que as informações dos RAs sejam coerentes com a situação exposta pelas demonstrações contábil-financeiras e que as previsões sejam fundamentadas por dados consistentes.

Na visão de Silva *et al.* (2006), o Relatório da Administração pode ser utilizado como instrumento de prestação de contas, pois é carregado de informações adicionais sobre as empresas e seus negócios, sendo de interesse de muitos usuários da informação contábil. Segundo os autores, os gestores podem utilizá-lo para esclarecer as estratégias adotadas e os resultados alcançados, mesmo sendo desfavoráveis, e essa prática aumenta a transparência e o tratamento equitativo aos usuários da informação. Assim, estes documentos proporcionam outra alternativa para os investidores analisarem a posição econômico-financeira das empresas, assim como possibilita aos gestores a comunicação de fatos considerados relevantes e ocorridos em sua gestão (CZESNAT, 2009).

Em termos de diretrizes normativas, a Lei 6.404/76 salva que o RA deve “expôr ao público externo e aos acionistas os assuntos relevantes a respeito dos

negócios sociais e principais fatos administrativos ocorridos no exercício financeiro do ano anterior ao de sua publicação”, bem como a visão “livre” da administração sobre o presente e o futuro da organização (SILVA; RODRIGUES, 2010, p. 43). Assim, o RA constitui-se em relatório narrativo por meio do qual os gestores têm certa liberdade de apresentar principalmente notícias futuras da empresa e, neste sentido, Bryan (1997) afirma que o RA tem sua eficácia atrelada a medidas de desempenho futuro e decisões de investimentos.

Contudo, a ausência de determinação legal para a elaboração do RA não significa inexistência de diretrizes, recomendações ou modelos oriundos de entidades reguladoras. Com vistas a minimizar os efeitos deste alto grau de liberdade na elaboração do RA, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), em seu Parecer de Orientação nº. 15, de 28 de dezembro de 1987, recomenda a apresentação das seguintes informações neste relatório:

- a) Descrição de negócio, produtos e serviços; históricos das vendas físicas dos últimos dois anos e vendas em moeda de poder aquisitivo da data do encerramento do exercício social. Algumas empresas apresentam descrição e análise por segmento ou linha de produto, quando relevantes para a sua compreensão e avaliação.
- b) Comentário sobre a conjuntura econômica em geral; concorrência nos mercados, atos governamentais e outros fatores exógenos relevantes sobre o desempenho da companhia;
- c) Recursos humanos; número de empregados no término dos dois últimos exercícios e “turnover” nos dois últimos anos, segmentação da mão-de-obra segundo a localização geográfica; nível educacional ou produto; investimento em treinamento; fundos de seguridade e outros planos sociais;
- d) Investimentos; descrição dos principais investimentos realizados, objetivos, montantes e origens dos recursos alocados;
- e) Pesquisa e desenvolvimento; descrição sucinta dos projetos, recursos alocados, montantes aplicados e situação dos projetos;
- f) Novos produtos e serviços; descrição de novos produtos, serviços e expectativas a eles relativas;
- g) Proteção ao meio ambiente; descrição e objetivo dos investimentos efetuados e montantes aplicados;
- h) Reformulações administrativas; descrição das mudanças administrativas, reorganizações societárias e programas de racionalização;
- i) Investimento em controladas e coligada; indicação dos investimentos efetuados e objetivos pretendidos com as inversões;
- j) Direitos dos acionistas; políticas relativas à distribuição de direitos, desdobramentos e grupamentos; valor patrimonial por ação, negociação e cotação das ações em Bolsa de Valores;
- k) Perspectivas e planos para o exercício em curso e os futuros; poderá ser divulgada a expectativa da administração quanto ao exercício corrente, baseada em premissas e fundamentos explicitamente colocados, sendo que esta informação não se confunde com projeções por não ser quantificada;
- l) Em se tratando de companhias de participações, o relatório deve complementar as informações acima mencionadas, mesmo que de forma mais sintética, relativas às empresas investidas.

Ainda de acordo com o Parecer de Orientação nº. 15, de 28 de dezembro de 1987, a CVM recomenda que os RAs sejam utilizados para “divulgar informações úteis, fidedignas e detalhadas, que possibilitem o conhecimento da companhia e seus objetivos e políticas é um direito essencial do acionista”. Logo, otimismo exacerbado dos gestores na elaboração deste relatório pode comprometer o cumprimento do disposto no referido Parecer. De acordo com Hendriksen e Van Breda (2010, p. 530) as informações fornecidas nos Relatórios da Administração devem incluir os seguintes itens:

1. Mudança e eventos não financeiros ocorridos durante o ano e que afetam o funcionamento da empresa;
2. Expectativas a respeito do futuro do setor e da economia e o papel da empresa nessas expectativas;
3. Planos de crescimento e mudanças nas operações no período imediatamente seguinte ou nos períodos subsequentes;
4. A magnitude e o efeito esperado de investimentos correntes e previsto, bem como do esforço de pesquisa.

A característica que diferencia o RA dos demais relatórios contábeis é sua capacidade de se fazer entender por um número maior de usuários (IUDÍCIBUS *et al.*, 2010). Devido ao uso de linguagem mais simples, o formato de apresentação desses relatórios possibilita maior comunicação entre a empresa e os investidores, facilitando a compreensão e interpretação por parte dos usuários da informação contábil (CZESNAT, 2009).

Deste modo, o RA caracteriza-se como um complemento às demonstrações contábil-financeiras uma vez que “possibilita o fornecimento de dados e informações adicionais que sejam úteis aos usuários em seu julgamento e processo de tomada de decisões” (IUDÍCIBUS *et al.*, 2010, p. 398), constituindo-se em instrumento de comunicação entre os acionistas, a empresa e a comunidade na qual está inserida.

2.5 MENSAGEM OTIMISTA

A relevância do Relatório da Administração (RA) para os investidores e outros usuários potenciais é ressaltada nas pesquisas de Bryan (1997), Boo e Simnett (2002), Yuthas, Rogers e Dillard (2002), Silva *et al.* (2006), Silva, Rodrigues e Abreu (2007), Colauto e Marques (2010), entre outros. Hendriksen e Van Breda (2010) também abordam a importância dos RAs ao explicarem que os gestores conhecem mais a empresa e suas atividades do que os investidores, podendo agregar valor às informações do RA pois este permite que sejam explorados aspectos de transações e circunstâncias que impactam financeiramente a empresa.

Contudo, Goulart (2003) salienta que a relevância do RA está atrelada à sua transparência e, para que esta exista, é preciso que as entidades tornem públicas tanto as informações positivas quanto as negativas. Segundo o autor, a usuário é capaz de aceitar informações negativas desde que sejam justificadas, possibilitando julgamento adequado. Todavia, muitas vezes o teor dos RAs é relatado como sendo permeado por algum tipo de viés, o que diminui seu poder informacional.

Rodrigues (2005) enfatiza a existência de vieses nas informações divulgadas nos RAs, por meio dos quais a administração tende a culpar o ambiente econômico externo por seu desempenho insatisfatório e tende a ser otimista ao relatar reformas da administração, apresentando mais frases sobre perspectivas futuras. Segundo Silva, Rodrigues e Abreu (2007), este tipo de viés tende a se apresentar quando as companhias obtêm resultados inferiores ao esperado, o que faz com que estas dispensem atenção à conjuntura econômica ou antecipem boas notícias esperadas no futuro.

Iudícibus (2010) afirma que os RAs geralmente expressam viés otimista. O otimismo pode ser entendido como um “sistema de julgar tudo o melhor possível, de achar que tudo vai bem” (FERREIRA, 2008, p. 599). No contexto desta pesquisa, “otimismo representa um conjunto de informações contidas na mensagem da administração da empresas que visam minimizar ou omitir o impacto dos dados quantitativos ou qualitativos negativos a respeito de determinadas situações” (COLAUTO; MARQUES, 2010, p. 108).

Conforme Silva e Rodrigues (2010, p. 43), como o RA é elaborado de forma narrativa, a empresa tem a possibilidade de ser menos técnica no momento de sua

formulação e assim um número maior de usuários pode ser alcançado. Contudo, este aspecto tem chamado a atenção visto que, “apesar das determinações sobre o conteúdo que deve estar apresentado no RA, muitos relatórios têm trazido informações com vieses, incompletas ou informações vazias, que não sejam relevantes para os usuários” e, desta forma, podem não auxiliar a tomada de decisão ou favorecer decisões equivocadas por possuírem conteúdo demasiadamente otimista.

Pava e Epstein (1993) entendem que os profissionais que elaboram as previsões empresariais tendem a ser excessivamente otimistas. Segundo os autores, os administradores das companhias costumam antecipar mais informações consideradas boas do que as más, além de culpar o ambiente externo por más notícias, atribuindo a si os méritos pelas boas notícias.

Entretanto, Ludícibus (2010) esclarece que, mesmo contando com a possibilidade do RA ser enviesado por um otimismo inconsequente, suas informações são importantes por apresentarem indícios da política da empresa, auxiliando o usuário a identificar tendências sobre o seu comportamento e sobre possíveis resultados futuros, caso seja observado com cautela. Dessa forma, o viés otimista presente nos RAs tem motivado algumas pesquisas.

Boo e Simnett (2002, p. 283) desenvolveram pesquisa com o objetivo de verificar se as empresas em dificuldades financeiras que formulam RAs otimistas são mais suscetíveis à falência no ano seguinte à divulgação do que as outras empresas com dificuldades financeiras assumidas. Os autores classificaram as frases dos relatórios em otimistas, pessimistas, mistas ou omissas. Constatam que as empresas com problemas financeiros que elaboram seu RA com narrativa otimista omitindo informações em seus relatórios têm maior probabilidade de falir do que as demais.

Yuthas, Rogers e Dillard (2002) pesquisaram as características éticas do discurso encontrado nos relatórios anuais das companhias que utilizam princípios de ação comunicativa. Os resultados revelaram que as companhias que esperam tanto boas quanto más surpresas relativas a seus ganhos exibem um nível maior de ação comunicativa do que as companhias que não esperam maiores surpresas. Esses achados sugerem que as companhias que antecipam surpresas relacionadas a seus ganhos aproveitam-se da parte narrativa dos relatórios anuais tanto para

comunicação de informações sobre a veracidade e confiabilidade da administração quanto para informar a posição financeira e o desempenho da companhia.

Davis, Piger e Sedor (2006) investigaram acerca da utilização da linguagem otimista ou pessimista por gestores no processo comunicacional de 24 mil fatos relevantes, de 1998 a 2003, e como o mercado responde à linguagem. Os resultados do estudo sugerem que há relação positiva entre a linguagem otimista, o desempenho da companhia e a reação do mercado; e relação negativa entre a linguagem pessimista, o desempenho e a reação do mercado.

Silva *et al.* (2006) verificaram a associação entre o desempenho e informações otimistas relatadas nos RAs de companhias brasileiras de capital aberto. O estudo envolveu 448 companhias e as mensagens foram classificadas em otimistas, pessimistas e neutras. Os autores mencionam que o grau de otimismo das mensagens pode ser consequência do desempenho financeiro atual da companhia ou de suas projeções futuras, com empresas com maior índice de transparência reportando mais mensagens sobre o seu desempenho financeiro nos RAs, mas não necessariamente, mensagens otimistas. As conclusões são de que a maior parte do conteúdo dos RAs é otimista e que há relação direta entre o endividamento e o otimismo e relação inversa entre a receita e o otimismo, além de que o grau de otimismo é consequência do desempenho atual da companhia.

Silva, Rodrigues e Abreu (2007) investigaram a existência de relação entre os RAs extraídos da base de dados da CVM do ano de 2002 e o resultado financeiro das companhias. As principais conclusões dos autores é que os relatórios otimistas apresentam maior volume de frases sobre reforma administrativa; já os relatórios pessimistas centram sua atenção na conjuntura econômica.

Colauto e Marques (2010) pesquisaram acerca de um possível impacto do otimismo constante na mensagem do presidente, constante em RAs, no preço das ações de seis companhias brasileiras de capital aberto. Selecionou-se as três empresas com os melhores lucros e as três com os piores prejuízos do exercício de 2008. O estudo revela indícios de que o viés otimista dos RAs não influencia os preços das ações. Entretanto, os autores ressaltam a necessidade de novos estudos em maior amplitude sobre o tema.

2.6 INDICADORES CLÁSSICOS DE DESEMPENHO

Segundo Gartner (2010), a análise de desempenho das empresas é tradicionalmente realizada por meio de indicadores econômico-financeiros que são frutos de cálculos matemáticos baseados em dados extraídos de demonstrações contábeis, principalmente do Balanço Patrimonial e da Demonstração do Resultado do Exercício. Lyra e Corrar (2009) esclarecem que os indicadores utilizados para avaliar o desempenho das empresas são inúmeros e guardam relação com o equilíbrio ou desequilíbrio financeiro, patrimonial e econômico. Assaf Neto (2002), Marion (2005), Matarazzo (2007), Lyra e Corrar (2009), Martins, Diniz e Miranda (2012) entre outros, destacam os indicadores de: (i) liquidez, (ii) estrutura de capital, (iii) rentabilidade, e (iv) atividade.

Lyra (2008) explica que os indicadores de liquidez são calculados pelo confronto das fontes com as aplicações de recursos de giro e possibilitam a análise da situação financeira das empresas, no aspecto da existência ou não de uma margem de folga entre as aplicações de recursos no giro e as fontes de recursos de terceiros. Martins, Diniz e Miranda (2012) destacam os seguintes índices de liquidez:

- **Liquidez Geral:** indica a situação financeira da empresa em aspecto geral, expressando o quanto existem de direitos e haveres no ativo circulante e realizável em longo prazo em relação a cada \$ 1 de dívida total. Este índice é obtido por meio da divisão do Ativo Circulante somado ao Ativo Realizável a Longo Prazo pelo Passivo Circulante somado ao Passivo Não Circulante;
- **Liquidez Corrente:** este índice propõe a mesma comparação realizada pelo índice de liquidez geral, entretanto considera apenas os valores vencíveis e realizáveis no curto prazo. O índice de liquidez corrente é calculado dividindo-se o Ativo Circulante pelo Passivo Circulante;
- **Liquidez Seca:** indica a capacidade da empresa honrar pagamentos de curto prazo, mediante o uso basicamente de disponível e valores a receber. Este indicador é calculado dividindo-se o Ativo Circulante menos o Estoques e Despesas Antecipadas, pelo Passivo Circulante; e

- **Liquidez Imediata:** apresenta a porcentagem de dívidas de curto prazo em condições de serem liquidadas imediatamente. A liquidez imediata é calculada pela divisão das Disponibilidades pelo Passivo Circulante.

Os indicadores de estrutura de capital possibilitam a análise das fontes de financiamento utilizadas pelas empresas (LYRA, 2008). Segundo o autor, o estudo destes indicadores permite que se compreenda as decisões financeiras das empresas em relação à obtenção e aplicação de recursos, apontando a relação de dependência da empresa em função dos recursos de terceiros. De acordo com Martins, Diniz e Miranda (2012), os índices de estrutura de capital são:

- **Endividamento:** expressa a relação entre capitais próprios e de terceiros, demonstrando a parte de terceiros em relação ao capital próprio investido na empresa. Este índice é calculado dividindo-se o Capital de Terceiros pelo Capital Próprio;
- **Composição do Endividamento:** indica a composição da dívida da empresa, identificando a parcela da obrigação vencível em curto e em longo prazos. Para cálculo deste índice, confronta-se o Passivo Circulante com o Capital de Terceiros;
- **Imobilização do Patrimônio Líquido:** indica quanto do Patrimônio Líquido foi imobilizado e quanto restou para financiar o capital de giro. É calculado dividindo-se os ativos de natureza permanente (Investimento, Imobilizado e Intangível) pelo Patrimônio Líquido; e
- **Imobilização de recursos não correntes:** indica quanto dos recursos não correntes foram convertidos em ativos de natureza permanente. É calculado dividindo-se os ativos de natureza permanente (Investimento, Imobilizado e Intangível) pelos recursos não correntes (Patrimônio Líquido mais Passivo Não Circulante).

Os indicadores de rentabilidade objetivam apresentar o desempenho econômico da empresa por meio da comparação dos resultados obtidos, em cada etapa do processo produtivo, com os recursos gerados ou consumidos no processo, constituindo-se em medidas de interesse dos investidores por possibilitarem saber

se os investimentos efetuados foram remunerados de forma satisfatória (LYRA, 2008). Martins, Diniz e Miranda (2012) citam os seguintes índices de rentabilidade:

- **Giro do Ativo:** indica quantas vezes houve o giro do ativo devido às vendas efetuadas pela empresa. Visa evidenciar com que rapidez os investimentos se transformam em vendas. O cálculo deste índice é feito por meio da divisão das Vendas Líquidas pelo Ativo Total Médio;
- **Margem Líquida:** representa o lucro líquido que a empresa é capaz de gerar para cada unidade monetária vendida. Este índice é calculado mediante a divisão do Lucro Líquido pelas Vendas Líquidas;
- **Rentabilidade do Patrimônio Líquido:** revela o ganho dos acionistas ou proprietários em relação ao capital investido na empresa. Este índice é calculado dividindo-se o Lucro Líquido pelo Patrimônio Líquido Médio; e
- **Rentabilidade do Ativo:** apresenta a relação entre o lucro líquido auferido e o total de investimentos realizados, incluindo recursos próprios e de terceiros. É calculado dividindo-se o Lucro Líquido pelo Ativo Total Médio.

Os indicadores de atividade ou de prazos médios expressam a dinâmica operacional da empresa pois medem a eficácia com que as empresas giram seus ativos e refletem a política da gestão do fluxo de caixa e da capacidade da manutenção das atividades operacionais, sendo fundamentais quando utilizados de forma combinada com os indicadores de liquidez, endividamento e rentabilidade (LYRA, 2008). Martins, Diniz e Miranda (2012) apontam os seguintes índices de prazos médios:

- **Prazo Médio de Estocagem:** indica o tempo médio que o material fica estocado até ser requisitado pela produção. Este índice é obtido mediante a divisão do Estoque médio de matéria-prima pelo consumo anual, vezes 360 dias;
- **Prazo Médio de Venda:** demonstra o tempo médio que o produto acabado fica estocado até que seja vendido. Também chamado de prazo

médio de rotação dos estoques, é obtido mediante a divisão do Estoque médio pelo Custo da Mercadoria Vendida, vezes 360 dias;

- **Prazo Médio de Cobrança:** indica o tempo médio que a empresa leva para receber de seus clientes por ocasião da venda de seus produtos. É obtido dividindo-se o saldo médio das Duplicadas a Receber (Clientes) pelas Vendas do ano, vezes 360 dias; e
- **Prazo Médio de Pagamento de Compras:** indica o tempo médio que a empresa leva para efetuar os pagamentos de suas compras. Este índice é calculado dividindo-se o saldo médio de Fornecedores pelas Compras do ano, vezes 360 dias.

De acordo com Lyra (2008), o desempenho das empresas está fundamentado no tripé (i) liquidez, (ii) estrutura ou endividamento e (iii) rentabilidade. O autor explica que, em termos gerais, a companhia com melhor desempenho pode ser considerada aquela que apresentar o melhor resultado no relacionamento destes três indicadores (maior liquidez, maior rentabilidade e menor endividamento), sendo que os índices de atividade devem ser utilizados de forma complementar, em conjunto com outros índices destes três grupos. Para cálculo dos índices de atividade, é preciso que ter acesso a informações internas às empresas a respeito de prazos praticados nas relações com clientes e fornecedores, o que inviabiliza a utilização de indicadores deste grupo nesta pesquisa.

2.7 Q DE TOBIN

O Q de Tobin é uma medida baseada em informações do mercado de capitais e, segundo Montgomery e Wernerfelt (1988), minimiza as distorções causadas pela presença do risco se comparado a índices contábeis convencionais. Este indicador foi proposto originalmente por Tobin e Brainard (1968) e, posteriormente, por Tobin (1969) como um pré-indicador do futuro investimento de uma firma, sendo definido originalmente como a relação entre o valor de mercado do capital de terceiros e o valor de mercado do capital próprio da empresa dividido pelo valor de reposição de seus ativos físicos (COLAUTO; NOGUEIRA; LAMOUNIER,

2009). O modelo de Tobin (1969) apresenta a razão q entre o valor de mercado da empresa e o custo de reposição de seus ativos. Em sua formulação básica, o Q de Tobin é definido de acordo com a Equação 1.

(1)

$$q = \frac{VMA + VMD}{VRA}$$

Em que,

VMA é o valor de mercado das ações;

VMD é o valor de mercado das dívidas; e

VRA é o valor de reposição da firma.

Lindenberg e Ross (1981) argumentam que esta formulação inicial busca constituir-se em um elemento que esclareça as decisões de investimento das empresas. Portanto, segundo os autores, as decisões seriam influenciadas em função do valor de q : se q ultrapassasse a unidade (1), as empresas teriam um incentivo para investir pois o valor de seu novo investimento de capital excederia o seu custo. O Q de Tobin assume como hipótese teórica que “a relação entre o valor de mercado dado às ações e ao custo de reposição dos ativos físicos que eles representam, é o maior determinante de novos investimentos” (TORGGGLER, 2009, p. 37).

Para Famá e Barros (2000), no cálculo do q , o valor de mercado da companhia pode ser alcançado multiplicando-se a quantidade de ações que a empresa possui em negociação na bolsa pelos valores de sua cotação sendo que, para estimar o valor de reposição, os valores contábeis devem ser ajustados não apenas pela variação dos preços da economia, mas também pela variação tecnológica do período e pela depreciação real dos ativos. Para Colauto, Nogueira e Lamounier (2009), o Q de Tobin pode ser interpretado como um indicador de oportunidade de crescimento. Assim, as companhias com um q mais elevado possuem maior estímulo para realizar novos investimentos de capital em relação às que apresentam o q mais modesto.

Lindenberg e Ross (1981) afirmam que o valor do q relaciona-se ao poder de monopólio da firma e relacionam a grandeza do q à capacidade da empresa

alcançar ganhos anormais. Em mercados competitivos, o valor de q situa-se próximo a 1, mas se uma firma estiver resguardada no mercado por alguma forma de barreira que lhe atribua vantagem, como o monopólio, é presumido que o q seja maior que 1, apontando a possibilidade de retornos superiores ao custo de oportunidade do capital. Por outro lado, segundo os autores, se não houver proteção, novas empresas poderão competir livremente no mercado, instigadas por oportunidades lucrativas e isso impelirá o valor de q à unidade, para ajustamento do lucro à normalidade.

Torggler (2009) ressalta que a relação entre o valor de mercado e o custo de reposição é fundamental para as decisões de investir pois os novos investimentos são motivados quando o capital é maior que seu custo de reposição e desestimulados quando sua avaliação é inferior ao custo de reposição. Santos *et al.* (2011) afirmam que na ótica do Q de Tobin o investimento pode ser significativamente explicado pela relação entre o valor de mercado das empresas e o custo de reposição do capital.

O cálculo do Q de Tobin também pode ser efetuado considerando a mensuração do valor de mercado de uma empresa e o custo de reposição de seus ativos (LINDENBERG e ROSS, 1981; LEWELLEN e BADRINATH, 1997). Lindenberg e Ross (1981) propõem um modelo mais complexo, no qual o cálculo do Q de Tobin é definido conforme a Equação 2.

(2)

$$q = \frac{PREFST + VCOMS + LTDEBT + STDEBT + ADJ}{TOTASST + BKCAP + NETCAP}$$

Em que,

PREFST é valor de liquidação das ações preferenciais da empresa;

VCOMS é o valor total das ações ordinárias;

LTDEBT é o valor das dívidas de longo prazo ajustadas a valor presente;

STDEBT é o valor contábil das dívidas correntes;

ADJ é o valor dos ativos de curto prazo;

TOTASST é o valor total dos ativos;

BKCAP valor contábil líquido de emissão das ações; e

NETCAP é valor contábil líquido de emissão das ações ajustado pela inflação.

Leweelen e Badrinath (1997) mantêm a formulação proposta por Lindenberg e Ross (1981) e complementam que, para mensuração do valor de reposição dos ativos físicos da empresa, seja feita uma estimativa da vida econômica desses ativos. Em uma perspectiva mais simplificada de cálculo, Shin e Stulz (2000), assim como Chung e Pruitt (1994), afirmam que valores contábeis disponíveis a usuários externos fornecem aproximações suficientemente precisas.

A complexidade teórica dos modelos para cálculo do Q de Tobin propostos por Lindenberg e Ross (1981) e Lewellen e Badrinath (1997) pode tornar inviável a sua utilização em estudos que necessitam de vasta coleta de dados, pela demora na coleta ou inacessibilidade aos dados, prejudicando a relação custo-benefício de seu uso. Assim, Chung e Pruitt (1994) propõem uma formulação simplificada para cálculo do Q de Tobin, utilizando dados do balanço patrimonial das empresas, e alcançando estreita correspondência aos resultados provenientes de cálculos mais elaborados e complexos. Os autores apresentam o cálculo simplificado conforme a Equação 3.

(3)

$$q = \frac{VMA + D}{AT}$$

Em que,

VMA é o valor de mercado das ações negociadas em bolsa, obtido pela multiplicação da quantidade de ações da empresa pelo seu preço cotado na bolsa de valores;

AT é o ativo total avaliado por seu valor contábil; e

D é definido pelo valor contábil do passivo circulante, menos ativo circulante, mais estoques, mais as dívidas de longo prazo.

O modelo de Chung e Pruitt (1994) apresenta uma simplificação de cálculo do Q de Tobin, admitindo a utilização do valor contábil dos ativos como *proxy* do valor de reposição. Segundo Torggler (2009, p. 46), os valores contábeis das “instalações, equipamentos e estoques são uma *proxy* do custo de reposição e as dívidas de curto prazo são os valores das dívidas de curto prazo menos os ativos de curto

prazo mais os valores contábeis das dívidas de longo prazo”. Os itens da aproximação de Chung e Pruitt (1994) podem ser obtidos pelos usuários externos por meio das demonstrações contábeis divulgadas ao mercado de capitais.

Andrade (1987) utilizou o Q de Tobin para avaliar o comportamento do investimento agregado em empresas brasileiras no período de 1960 a 1987. O estudo baseou-se na soma do valor de mercado de todas as empresas, para o numerador e, como custo de reposição, utilizou a soma do valor do Patrimônio Líquido que foi considerado uma possível aproximação do custo de reposição do estoque de capital da empresa. Shin e Stulz (2000) exploraram a relação entre o Q de Tobin, como medida de valor de mercado da firma, e os riscos sistemático, não sistemático e total da firma, testando diferentes hipóteses. Seus resultados evidenciam uma relação positiva entre as alterações no risco sistemático e o Q de Tobin e uma relação negativa relacionada aos riscos não-sistemático e total. Estas relações mantiveram-se ao longo do tempo e para uma variedade de especificações testadas.

Em termos de pesquisas anteriores utilizando o Q de Tobin, destacam-se os estudos de Famá e Barros (2000), Colauto, Nogueira e Lamounier (2009) e Kammler e Alves (2009). Famá e Barros (2000) realizaram uma pesquisa para mostrar o conceito, a importância e as principais contribuições metodológicas relacionadas ao Q de Tobin. Ressaltam as amplas possibilidades de uso do Q de Tobin em pesquisas no Brasil. O crescimento do mercado de capitais local e a maior disponibilidade de dados fornecidos pelas empresas abertas e agências de informação são um estímulo importante para que um grande número de testes seja conduzido aproveitando as diversas possibilidades de interpretações e implicações do Q de Tobin.

Colauto, Nogueira e Lamounier (2009) compararam o desempenho de companhias siderúrgicas com ações na BM&FBOVESPA e NYSE por meio de indicadores econômicos e financeiros e o Q de Tobin. Os resultados da pesquisa evidenciam que o Q de Tobin calculado para as empresas cotadas na BM&FBOVESPA apresentou-se crescente ao longo do período selecionado e para as empresas cotadas na NYSE o indicador foi menor que 1,00, demonstrando um desestímulo a novos investimentos. Assim, os autores concluem que o Q de Tobin captura algumas informações não mensuradas pelos tradicionais indicadores

financeiros, fortalecendo o seu potencial para a análise financeira das empresas e para estudos setoriais.

Kammler e Alves (2009) testaram a capacidade de explicação dos investimentos pelo Q de Tobin nas empresas brasileiras de capital aberto, utilizando uma análise com dados em painel por meio de dados extraídos do Balanço Patrimonial e por meio das cotações das ações na Bolsa de Valores. Os autores concluíram que é possível explicar a variação dos investimentos por meio do Q de Tobin, obtendo resultados mais significantes do que análises que utilizaram outras aproximações e sendo, portanto, considerado um elemento importante na decisão dos investimentos das empresas.

O Q de Tobin constitui-se em variável que possui aplicação nas áreas de economia e finanças, uma vez que se relaciona diretamente com a riqueza, possuindo interpretações e implicações testáveis (COLAUTO; NOGUEIRA; LAMOUNIER, 2009). Deste modo, nesta dissertação será utilizado o modelo de Chung e Pruitt (1994) pela maior simplificação de cálculo e possibilidade de utilização de dados das demonstrações contábeis divulgadas por empresas brasileiras de capital aberto.

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

Para Richardson (1999), a metodologia consiste em regras utilizadas por certa prática e o método é a maneira para alcançar o objetivo. Assim, neste capítulo abordam-se seis seções: a classificação da pesquisa; os procedimentos para coleta e análise dos dados, os quais englobam o cálculo dos indicadores de desempenho e a análise de discurso para avaliação do otimismo; população e amostra; hipóteses do estudo; desenho da pesquisa; e, por fim, a abordagem dos dados em painel.

3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA

Quanto aos objetivos, esta pesquisa caracteriza-se como **exploratória** pois busca validar um instrumento inédito de mensuração de otimismo baseado na linguística e, portanto, calcado em interdisciplinaridade. A conotação exploratória dá-se também pelo fato do estudo pretender verificar se o desempenho das companhias está associado ao otimismo dos gestores identificado nos Relatórios da Administração (RAs) das empresas.

Quanto ao controle das variáveis pelo pesquisador este estudo classifica-se como **ex-post facto**, ou seja, uma investigação sistemática empírica em que o pesquisador busca verificar a relação entre variáveis após a ocorrência dos fatos (GIL, 1999). A pesquisa classifica-se como *ex-post facto* pois nesta busca-se analisar o desempenho das companhias ao longo de cinco anos passados (2007 a 2011) e encontrar relação entre este desempenho reportado e o otimismo evidenciado em RAs já divulgados por companhias brasileiras de capital aberto.

Quanto à abordagem do problema, o estudo caracteriza-se como **quantitativo e qualitativo**. A investigação quantitativa “emprega a quantificação tanto nas modalidades de coleta de informações, quanto no tratamento delas por meio de técnicas estatísticas, desde as mais simples às mais complexas” (RICHARDSON, 1999, p. 70). Richardson (1999, p. 80) destaca que estudos qualitativos “podem descrever a complexidade de determinado problema, analisar a interação de certas variáveis, compreender e classificar processos dinâmicos vividos

por grupos sociais”. O autor ressalta que neste tipo de pesquisa considera-se o pesquisador como parte integrante do processo de conhecimento, pois cabe a ele interpretar os fenômenos atribuindo-lhes um significado. Assim, o uso da abordagem qualitativa se deve à análise do teor otimista das mensagens contidas nos RAs à luz da interpretação linguística e a abordagem quantitativa se deve à avaliação de desempenho por meio de indicadores e à verificação de associação entre o otimismo e o desempenho por meio de técnicas estatísticas.

Quanto às técnicas de coleta de dados, o estudo vale-se de (i) dados secundários, (ii) rodadas *Delphi* e (iii) análise do discurso. Foram coletados **dados secundários** de periodicidade anual, que já receberam tratamento de análise, classificação e ordenação, obtidos nas demonstrações contábil-financeiras e nos Relatórios da Administração das empresas pesquisadas no período de 2007 a 2011.

As **rodadas Delphi** implicam na constituição de um grupo de especialistas em certa área do conhecimento, os quais emitem opiniões que são revisadas após a primeira rodada e que devem ser mantidas de forma anônima, buscando-se consenso (LYRA, 2008). Para a investigação proposta foram selecionados especialistas da área da linguística e da contábil, utilizando-se questionários durante duas rodadas sucessivas na busca de um consenso quanto ao grau de otimismo de trechos de mensagens da alta administração.

Em seguida, para compreender a construção dos discursos dos gestores escritos nos RAs, coletar as mensagens otimistas, interpretá-las, possibilitando a atribuição dos graus de otimismo – obtidos por meio das rodadas *Delphi* – às mensagens, foi preciso utilizar a **análise do discurso**. Esta técnica busca identificar como a pessoa conduz a narrativa dos acontecimentos ou produz proposições para os interlocutores (MANHÃES, 2008).

Assim, considerando-se a análise qualitativa realizada acerca do teor otimista dos discursos dos gestores, pode-se afirmar que este estudo caracteriza-se também como hipotético-dedutivo e interpretativista. Segundo Popper (1959), as etapas do método **hipotético-dedutivo** consistem em: (i) utilizar conhecimento a partir de teorias já existentes para identificar contradições e situações-problema geralmente com indagações e questionamentos efetuados; (ii) após a identificação do problema, faz-se necessário propor uma solução para o mesmo, e desta forma criam-se as hipóteses, as quais são constituídas de predições; e (iii) deve-se testar as predições e avaliar os resultados obtidos.

Uma das vantagens do uso desse método é a possibilidade de criticar através de argumentos científicos os conhecimentos prévios utilizados com as teorias e paradigmas e, assim, incentivar novas pesquisas e estudos, dando início a um novo ciclo até que não se tenha discrepâncias entre as teorias e os experimentos realizados (POPPER, 1959).

Em relação à etapa (i) as teorias da comunicação aplicada à contabilidade e da divulgação baseada em julgamento fornecem subsídios para que se questione acerca de possíveis associações entre o otimismo presente nas mensagens dos gestores e o desempenho avaliado por indicadores. Em seguida, como parte integrante da etapa (ii), a pesquisa apresenta hipóteses de que o grau de otimismo está associado diretamente ou inversamente ao desempenho das companhias, a depender da variável de desempenho analisada. Por fim, quanto à etapa (iii), o desempenho das companhias e o otimismo dos gestores são confrontados por meio de testes estatísticos, buscando-se testar as hipóteses e avaliar resultados.

Quanto ao caráter **interpretativista**, Lewis e Grimes (1999) ressaltam que está atrelado às teorias interacionista simbólica e da construção social. Vergara e Caldas (2005) explicam que, na perspectiva interpretativista, as organizações são processos de interações, interpretações e visões compartilhadas que se criam a partir de ações coletivas ou individuais, com objetivo de exemplificar a realidade cotidiana. Assim, o estudo caracteriza-se como interpretativista pois busca interpretar o sentido implícito no discurso dos gestores por meio da técnica de análise do discurso, a fim de identificar teores de otimismo na perspectiva linguística.

3.2 PROCEDIMENTOS PARA COLETA E ANÁLISE DOS DADOS

Nesta seção apresentam-se os procedimentos para coleta dos dados e os modelos de mensuração e análise das variáveis de pesquisa. Assim, esta seção estrutura-se em duas subseções: avaliação de desempenho, a qual engloba os procedimentos para coleta de dados e cálculo tanto dos indicadores contábeis quanto do Q de Tobin; e avaliação do otimismo, que aborda desde a definição da fonte para verificação de otimismo dos gestores até a validação da métrica utilizada para avaliação deste.

3.2.1 Avaliação de Desempenho

Nesta pesquisa, a avaliação de desempenho é realizada por meio de indicadores contábeis clássicos e por meio do Q de Tobin, utilizado como indicador de desempenho de mercado. A coleta de dados para cálculo destes indicadores de periodicidade anual, para o período de 2007 a 2011, foi realizada por meio do *software* Economática®. Os indicadores contábeis clássicos calculados e suas respectivas fórmulas são apresentados no Quadro 2.

Indicadores de Liquidez		Indicadores de Rentabilidade	
Liquidez Geral	$\frac{(AC + ARLP)}{(PC + PNC)}$	Giro do Ativo	$\frac{\text{Receita Líquida de Vendas}}{\text{Ativo Total Médio}}$
Liquidez Corrente	$\frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$	Margem Líquida	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Receita Líquida de Vendas}}$
Liquidez Seca	$\frac{(AC - E - DPA)}{\text{Passivo Circulante}}$	Rentabilidade do Patrimônio Líquido	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido Médio}}$
Liquidez Imediata	$\frac{\text{Disponibilidades}}{\text{Passivo Circulante}}$	Rentabilidade do Ativo	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total Médio}}$
Indicadores de Estrutura de Capital			
Endividamento	$\frac{\text{Capital de Terceiros}}{\text{Capital Próprio}}$	Legenda: Ativo Circulante (AC); Ativo Realizável a Longo Prazo (ARLP); Passivo Circulante (PC); Passivo Não Circulante (PNC); Estoques (E); Despesas Pagas Antecipadamente (DPA).	
Composição do Endividamento	$\frac{\text{Passivo Circulante}}{\text{Capital de Terceiros}}$		

Quadro 2 – Indicadores Contábeis Clássicos Calculados

Fonte: adaptado de Martins, Diniz e Miranda (2012).

Os indicadores apresentados no Quadro 2 compõem os grupos de Indicadores de Liquidez, Indicadores de Rentabilidade e Indicadores de Estrutura de Capital. No grupo de Indicadores de Rentabilidade, o cálculo do Ativo Total Médio foi realizado por meio da média obtida entre o Ativo Total no início do exercício e o Ativo Total no final de cada exercício analisado e, para cálculo do Patrimônio Líquido Médio, foi utilizado o mesmo procedimento. Em relação aos Indicadores de Estrutura de Capital apresentados, o Capital Próprio é representado pelo valor do Patrimônio

Líquido das companhias em cada exercício e o Capital de Terceiros foi calculado pela diferença entre o Ativo Total e o Patrimônio Líquido.

De acordo com Assaf Neto (2002), Marion (2005), Matarazzo (2007), Lyra e Corrar (2009), Martins, Diniz e Miranda (2012), entre outros, há ainda que se considerar o grupo de Indicadores de Prazos Médios. Entretanto, não foi possível utilizá-los nesta pesquisa pois seus cálculos demandam acesso a informações internas às companhias e que não são divulgadas nas demonstrações contábil-financeiras nem nos relatórios anuais.

Quanto ao grupo de Indicadores de Estrutura de Capital, a ausência dos indicadores de Imobilização do Patrimônio Líquido e Imobilização de Recursos não Correntes se deve ao fato destes demandarem o cálculo do valor dos ativos de natureza permanente (Investimento, Imobilizado e Intangível) das companhias, o qual difere muito entre as empresas a depender de seu ramo de atividade (indústria, comércio ou serviço) e de seu setor e que, quando levado em consideração, reduz a amostra consideravelmente, inviabilizando a análise pretendida.

Para cálculo do Q de Tobin, foi utilizado o modelo de Chung e Pruitt (1994), o qual apresenta uma estimativa deste indicador que, conforme o estudo dos autores, explica pelo menos 96,6% do Q de Tobin calculado pelo modelo de Lindenberg e Ross (1981), o qual é mais complexo e completo. A escolha pelo modelo simplificado sugerido por Chung e Pruitt (1994) se deve ao fato de este ter seu cálculo atrelado às informações divulgadas pelas empresas por meio de suas demonstrações contábil-financeiras. O detalhamento do cálculo do Q de Tobin segundo a estimativa de Chung e Pruitt (1994), é apresentado no Quadro 3.

Fórmula do Q de Tobin	
$Q \text{ de Tobin} = \frac{VMA + D}{AT}$	
Componentes da Fórmula	Cálculo dos Componentes
VMA	QA x PA
D	PC – AC + E + PNC
Legenda: Valor de Mercado da Ação (VMA); Ativo Total (AT); Quantidade de Ações (QA); Preço ou Cotação da Ação (PA); Ativo Circulante (AC); Passivo Circulante (PC); Estoques (E); Passivo Não Circulante (PNC).	

Quadro 3 – Detalhamento do Cálculo do Q de Tobin

Fonte: adaptado de Chung e Pruitt (1994).

Para cálculo do Q de Tobin, os dados coletados foram: Ativo Total (AT), Quantidade de Ações (QA), Cotações das Ações (PA), Ativo Circulante (AC), Passivo Circulante (PC), Estoques (E) e Passivo Não Circulante (PNC). Com estes dados, calcularam-se os componentes Valor de Mercado da Ação (VMA) e a variável chamada “D”. Por fim, calculou-se o Q de Tobin de cada companhia, para cada ano analisado, por meio da equação deste indicador apresentada no Quadro 3. Para esta equação, merece destaque o valor de mercado dos ativos. Como seu cálculo envolve quantidades de ações e as cotação das ações, que se alteram diariamente, foi preciso definir uma data de referência para coleta destes dados.

Considerando que as companhias brasileiras de capital aberto divulgam seus relatórios anuais ao mercado até o dia 31 de março do ano subsequente ao exercício analisado, utilizou-se a data de 30 de abril para coleta da quantidade de ações e da cotação das ações das companhias. Esta data foi escolhida sob o pressuposto de, neste período, o mercado já ter assimilado as informações contábeis divulgadas.

Por fim, apresenta-se no Quadro 4 a origem direta dos dados disponibilizados e coletados por meio do *software* Economática®, utilizados tanto para cálculo dos indicadores contábeis clássicos quanto para cálculo do Q de Tobin. Estas origens permitem a conferência dos dados disponibilizadas pelo *software*.

Dados Coletados	Origem	Dados Coletados	Origem
Ativo Circulante	BP	Ativo Total	BP
Ativo Realizável a Longo Prazo	BP	Patrimônio Líquido	BP
Passivo Circulante	BP	Lucro Líquido	DRE
Passivo Não Circulante	BP	Receita Líquida de Vendas	DRE
Estoques	BP	Quantidade de Ações	Site
Despesas Pagas Antecipadamente	BP	Cotações das Ações	Site
Disponibilidades	BP		
Legenda: Balanço Patrimonial (BP); Demonstração do Resultado do Exercício (DRE); BM&FBOVESPA – www.bmfbovespa.com.br (Site).			

Quadro 4 – Origens dos Dados Utilizados para Cálculo dos Indicadores

Fonte: elaborado pelo autor.

As demonstrações contábil-financeiras apresentadas no Quadro 4 a título de origens dos dados coletados estão disponíveis no *site* da BM&FBOVESPA. Em relação às quantidades e às cotações das ações, por não serem divulgadas nas demonstrações das empresas, foram sinalizadas apenas como originárias diretamente do *site* da BM&FBOVESPA. As quantidades de ações estão disponíveis na opção “Dados da Empresa”, na tela de “Demonstrações Financeiras Padronizadas” da companhia consultada no *site* da Bolsa¹ e as cotações das ações estão disponíveis na opção “empresas listadas”, “Cotações”, em seguida “Cotações Históricas”, visualizada na página inicial do *site* da Bolsa².

Com base nas informações apresentadas nos Quadros 2, 3 e 4, nota-se que todos os indicadores contábeis clássicos foram calculados com base em informações provenientes de Balanços Patrimoniais e Demonstrações do Resultado enquanto que, para cálculo do Q de Tobin, mesmo valendo-se do modelo de estimação de Chung e Pruitt (1994), utilizou-se as cotações das ações que caracterizam-se como dados do mercado.

Em 13 de dezembro de 2012 os dados necessários para cálculo dos indicadores foram coletados no *software* Economática®. A população do estudo é representada pelas companhias brasileiras de capital aberto e, por isso, o primeiro passo consistiu em selecionar apenas as empresas ativas e em seguida excluir da base de dados bruta as companhias que não são brasileiras. Dessa forma, a população apresenta 357 (trezentas e cinquenta e sete) companhias, distribuídas em 21 setores diferentes, conforme o ANEXO III.

Após o cálculo dos indicadores contábeis clássicos e do Q de Tobin, todos de periodicidade anual e ao longo do período de 2007 a 2011, a base de dados foi balanceada. Dessa forma, a amostra inicial de indicadores de desempenho foi composta por 146 (cento e quarenta e seis) empresas distribuídas em 19 setores diferentes, conforme o ANEXO IV.

¹ Para a companhia AES TIETE, por exemplo, no *link* <http://www.rad.cvm.gov.br/ENETCONSULTA/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?NumeroSequencialDocumento=15024&CodigoTipoInstituicao=2>, selecionando-se a opção “Dados da Empresa”.

² Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/shared/iframe.aspx?idioma=pt-br&url=http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/cotacoes-historicas/FormSeriesHistoricas.asp>

3.2.2 Avaliação do Otimismo

No contexto desta pesquisa, considera-se como otimismo o teor excessivamente confiante de discursos contidos em mensagens escritas. Tratam-se de formas de expressar um conjunto de informações que supostamente visam minimizar/omitir o impacto de dados quantitativos ou qualitativos negativos, ou ainda maximizar o impacto de dados positivos frente aos *stakeholders*. Para avaliação do otimismo dos gestores foram seguidas as seguintes etapas:

1) Definição da Fonte: buscou-se definir uma seção dos Relatórios da Administração (RAs) que reflita o discurso dos gestores, possibilitando identificação de otimismo;

2) Definição do Modelo Teórico-Metodológico: para interpretação do otimismo dos gestores por meio da análise do discurso foi preciso definir um modelo teórico-metodológico para desconstruir tais discursos e assim compreender suas construções;

3) Rodadas *Delphi* – Definição do Grupo de Especialistas: optou-se pela realização de rodadas *Delphi* para obtenção de graus de otimismo a serem atribuídos aos discursos dos gestores. Assim, foram selecionados especialistas das áreas de Letras/Linguística e Contabilidade para participarem das rodadas *Delphi* atribuindo graus de otimismo (valores) a trechos de mensagens selecionados ao acaso.

4) Rodadas *Delphi* – Elaboração do Questionário: após os discursos terem sido desconstruídos sob a perspectiva do modelo teórico-metodológico definido e os especialistas terem sido mapeados, elaborou-se um questionário com trechos de vários discursos para serem avaliados pelos especialistas quanto ao grau de otimismo;

5) Rodadas *Delphi* – Descrição e Análise dos Resultados: o próximo passo consistiu em compilar os resultados da primeira rodada *Delphi* e reenviar o mesmo questionário na segunda rodada, porém informando ao lado de cada mensagem o grau de otimismo médio obtido na primeira, para que os especialistas repensassem suas avaliações iniciais. Por fim, analisou-se os coeficientes de variação dos graus de otimismo atribuídos às mensagens, na primeira e na segunda rodadas, para verificação de consenso ou não entre os especialistas.

6) Avaliação do Otimismo das Mensagens dos Gestores: a última etapa consistiu em avaliar o otimismo das 370 (trezentos e setenta) mensagens dos gestores com base nos graus (valores) de otimismo Fraco, Semiforte e Forte obtidos ao final da segunda rodada *Delphi*. A atribuição dos valores às mensagens foi realizada por analogia aos modelos de mensagens avaliadas pelos especialistas nas rodadas Delphi e utilizando a perspectiva interpretativista e hipotético-dedutiva da Análise do Discurso Crítica (ADC).

3.2.2.1 Etapa 1 – Definição da Fonte

Para avaliação do otimismo dos gestores reportado nos RAs, houve necessidade de reduzir o universo textual a ser analisado, por decorrência de dois fatores principais: (i) pois nem todo o conteúdo dos RAs reflete discurso dos gestores; e (ii) pelas restrições de tempo que inviabilizariam a análise profunda de uma grande quantidade de RAs completos. Desta forma, buscou-se nos RAs seções recorrentes e essencialmente discursivas.

Observou-se a divulgação frequente de uma seção peculiar, apesar de não ser de caráter obrigatório: a “Mensagem da Alta Administração”. Indicada também como “Mensagem do Presidente”, “Mensagem dos Gestores” ou ainda “Mensagem aos Acionistas” nos RAs das companhias, esta seção apresenta-se como fonte de divulgação do discurso de membros da alta administração das companhias.

Usualmente esta seção aparece como o primeiro item do RA e trata de mensagens-chave narrativas deste relatório anual (GINZEL; KRAMER; SUTTON, 1993). Por constituir-se como mensagem personalizada e assinada, é utilizada para representar a interpretação da alta gestão acerca dos eventos mais importantes da empresa (CARTER; DUKERICH, 1998). Deste modo, a Mensagem ao Acionista pode ter um impacto significativo na construção retórica criada, buscando fornecer apoio à empresa na medida em que convence os investidores a manter a confiança no negócio (NEU; WARSAME; PEDWELL, 1998).

Segundo Conaway e Wardrope (2010), faz sentido posicionar a mensagem aos acionistas como um instrumento-chave pois esta fornece de modo apreciável o conteúdo supostamente mais importante dos eventos e resultados corporativos.

Além disso, esta seção está permeada por auto-apresentação de tendências futuras (ABRAHAMSON; PARK, 1994; BROWN, 1997), as quais podem exprimir discurso otimista. Sendo assim, esta seção foi definida como fonte para a busca de discurso otimista dos gestores das companhias brasileiras de capital aberto.

Dentre as 146 (cento e quarenta e seis) companhias distribuídas em 19 setores distintos que compuseram a amostra inicial após o cálculo dos indicadores de desempenho (ANEXO IV), nem todas reportaram a seção da Mensagem ao Acionista em seus RAs de 2007 a 2011. Assim, as companhias que não apresentaram esta seção em todos os seus RAs ao longo dos 5 anos analisados foram excluídas da amostra para mantê-la balanceada. Com isso, a amostra passou a ser composta por 74 (setenta e quatro) companhias distribuídas em 18 setores distintos (ANEVO V), o que representa 370 observações (74 companhias vezes 5 anos).

3.2.2.2 Etapa 2 – Definição do Modelo Teórico-Metodológico

Para identificar o otimismo da alta administração por meio das mensagens dos gestores reportadas nos RAs, definiu-se como modelo teórico-metodológico a Análise de Discurso Crítica (ADC). Segundo Fairclough (1995, p. 131), a ADC é definida como um modelo teórico-metodológico para estudos embasados em uma linguagem constituída socialmente e “constitutiva de identidades, relações sociais e sistemas de conhecimento e crença”.

Resende e Ramalho (2009) afirmam que a ADC é um modelo que possibilita a análise de diversas práticas na vida social e que, situada na interface entre a Linguística e a Ciência Social Crítica, busca estabelecer um quadro analítico capaz de mapear conexões entre as relações sociais e os recursos linguísticos selecionados por pessoas ou grupos. Conforme Beuren e Grande (2009) a ADC possibilita a análise dos discursos como sistemas abertos e trata-os como multifuncionais, ou seja, como detentores de funções sociais além das linguísticas.

Ramalho (2009) esclarece que a ADC objetiva identificar instrumentos semióticos, suas respectivas causas e efeitos de sentidos ideológicos. Fairclough (1995, p. 28) esclarece que “os objetivos críticos na análise do discurso visam

elucidar as naturalizações (que parecem ser não pertencentes a uma ideologia, mas se tornam senso comum), tornar claras as determinações sociais e os efeitos do discurso que estão obscuros”. Chouliaraki e Fairclough (1999) observam que a ADC compreende uma explanação particular do texto, redescrevendo suas propriedades e utilizando um arcabouço teórico particular para localizar o texto na prática social.

Deste modo, conforme Ramalho (2009), o foco da ADC é a linguagem como prática social e não como estrutura ou ação individual. Segundo Pedro (1997), esta perspectiva analítica não se aplica à neutralidade do pesquisador e da pesquisa, mas está contextualizada por relações de poder no ambiente social, definindo objetivos em termos políticos, sociais e culturais.

A ADC proposta por Fairclough (2003) sugere que a análise dos discursos seja feita por meio de três tipos de significados: acional, representacional e identificacional. Segundo o autor, estes significados correspondem às principais maneiras pelas quais o discurso figura em práticas sociais, ou seja, modos de agir, modos de representar e modos de ser. Para Manhães (2008), as três principais instâncias para análise de discurso, similares às citadas pela ADC, são chamadas de: (i) conversacional; (ii) indexical; e (iii) acional.

As mensagens dos gestores reportadas nos RAs foram interpretadas sob a perspectiva da ADC, considerando as instâncias linguísticas e seus componentes, segundo a abordagem de Manhães (2008). Assim, cada mensagem foi lida sob oito enfoques distintos, conforme as variáveis apresentadas na Figura 3.

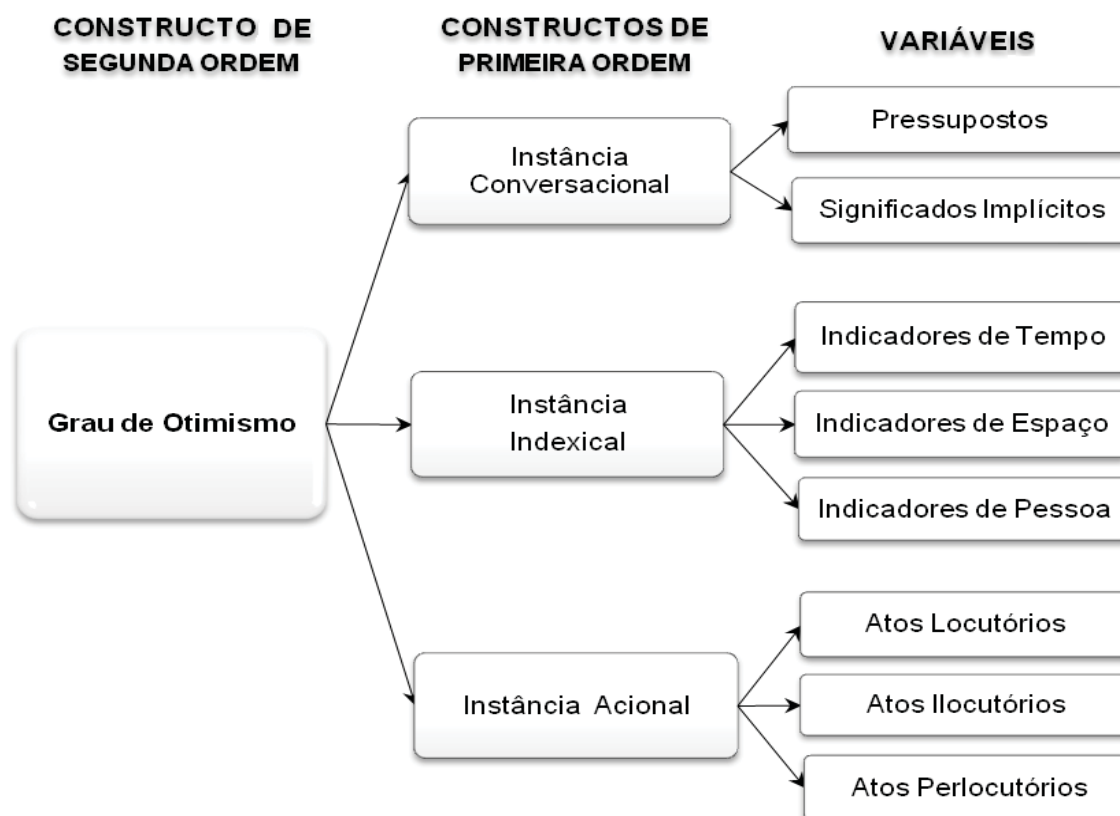


FIGURA 3 – Modelo Teórico-Metodológico para Análise dos Discursos

Fonte: elaborado a partir de Manhães (2008).

Na abordagem de Manhães (2008), os discursos são formados por oito níveis de análise (variáveis desta pesquisa). Estes níveis, por sua vez, formam as instâncias linguísticas (constructos de primeira ordem). Em seguida, tais instâncias formam o discurso como um todo. Segundo Manhães (2008), a desconstrução do discurso permite a compreensão da sua construção. Desta forma, buscando-se otimismo nas mensagens dos gestores quanto a cada nível de análise sob o enfoque interpretativista da ADC pode-se obter o otimismo de cada instância linguística e, por fim, o grau de otimismo do discurso do gestor (constructo de segunda ordem).

A análise pela instância conversacional busca entender a percepção da mensagem pelo interlocutor. A mensagem deve ser inteligível para existir argumentação ou informação. Para que faça sentido na situação e no contexto social, tende a obedecer a regras e procedimentos linguísticos que toma como circunstâncias da instância conversacional: são os pressupostos e os significados implícitos (MANHÃES, 2008), classificados como níveis desta instância.

Pressuposto é a mensagem deduzida pelos interlocutores com base no conhecimento compartilhado por eles, consagrados pelos grupos sociais, ou seja, leva em conta a mensagem compreendida *a priori*. Trata-se de uma memória coletiva do grupo (MOURA, 2000). O significado implícito é subentendido pelo interlocutor a partir do que é dito por meio de expressões consagradas pela memória coletiva. São instrumentos que viabilizam interação, consagrados pelo grupo social. Sob a ótica desde nível de análise, o interlocutor compreende a mensagem *a posteriori* pois tais elementos possuem significação em situações específicas (RODRIGUES, 1995).

A análise do discurso pela instância indexical é realizada quando procura-se entender a intenção das informações boas atribuídas ao presente e ao futuro, ao “nós” e ao “aqui”. Por estes meios, o sujeito pode deixar transparecer algumas características do discurso classificadas como: indicadores de pessoa, indicadores de espaço e indicadores de tempo (MANHÃES, 2008).

Os indicadores de pessoa referem-se a pronomes como “eu”, “eles”, “nós”, etc. Termos impessoais como “alguém” revelam intenção distinta de termos como “nós”. O “eu”, por exemplo, se coloca como dono da voz que conta as ocorrências e revela um mundo para o interlocutor (MANHÃES, 2008). Esse termo atribui a responsabilidade da ação ao locutor. Já termos genéricos como “a companhia” pode responsabilizar todos por possíveis sucessos ou desviar o foco de responsabilização por possíveis insucessos.

Para Manhães (2008), indicadores de tempo e espaço não têm necessariamente somente o sentido gramatical dos advérbios. Passado, presente e futuro são funções discursivas definidas pelo momento “agora” indicado pelo locutor. O “aqui” e o “agora” podem ser referências imaginadas e sua determinação influencia a conotação do discurso. Atribuir informações de sucesso ao presente e projetá-las ao futuro revela otimismo, assim como deixar em termos passados informações de insucesso. Indicar boas ações ocorridas na companhia e alocar ao ambiente externo aspectos ruins também podem revelar otimismo.

A instância acional expressa uma ação simbólica e social, pois busca entender a mente do locutor revelando o mundo a partir de seu ponto de vista. Consiste na análise da posição que o locutor ocupa perante o interlocutor e, pragmaticamente, na análise do que ele objetiva. Divide-se em atos locutórios, ilocutórios e perlocutórios. O ato locutório apresenta-se em estruturas lógicas, no

interior de ações, constituindo-se de intenções, pelo uso de afirmativas, interrogativas, exclamativas e faz sentido em qualquer situação por ser genérico. O ato ilocutório é a articulação do ato da fala em uma situação social, em contexto específico. O ato perlocutório permite verificar o domínio do ato de fala pronunciado à performance de convencimento do discurso (MANHÃES, 2008).

3.2.2.3 Etapa 3 – Rodadas *Delphi* - Definição do Grupo de Especialistas

Após as mensagens dos gestores terem sido lidas e desconstruídas em níveis de análise, conforme a Figura 3, notou-se que, na perspectiva hipotético-dedutiva e interpretativista da ADC, todas as mensagens detêm ao menos algum grau de otimismo. Entretanto, buscou-se determinar qual é o grau de otimismo destas mensagens em termos de valor e sob a perspectiva de cada nível linguístico. Para minimizar o viés do pesquisador nesta análise interpretativista e hipotético-dedutiva, foram tomadas duas medidas principais: (i) uma professora de linguística foi contratada para auxiliar na desconstrução dos discursos em níveis linguísticos e na análise das mensagens dos gestores; e (ii) para atribuição de graus de otimismo aos discursos reportados nos RAs primeiramente foram realizadas rodadas *Delphi*.

A técnica *Delphi* possui quatro características básicas: (i) a interação entre os especialistas com troca de informações e opiniões; (ii) a manutenção do anonimato dos especialistas e de suas respostas; (iii) o *feedback* que possibilita a revisão das opiniões individuais diante das opiniões dos demais especialistas; e (iv) tabulação e análise das respostas segundo um padrão estatístico (LYRA, 2008). Como o grau de otimismo das mensagens decorre de análise interpretativista e hipotético-dedutiva, optou-se pela técnica *Delphi* pois esta busca formar uma opinião consensual entre *experts* de determinada área para elucidar questões subjetivas.

O objetivo de realizar as rodadas *Delphi* nesta pesquisa consistiu em coletar graus de otimismo (valores de 0 a 10 gerados a partir do consenso entre os participantes das rodadas) para serem utilizados na avaliação das mensagens dos gestores e obter trechos de mensagens avaliados por especialistas, para servirem de modelo na avaliação das demais mensagens das empresas componentes da amostra.

Para aplicação da técnica *Delphi*, é preciso definir um grupo de pessoas consideradas *experts* em determinada área do conhecimento, a serem convidadas para participar das rodadas emitindo e revisando suas opiniões para obtenção de um consenso. Assim, para esta pesquisa, foram selecionados doutores *experts* das áreas de Letras/Linguística e Contabilidade.

O primeiro passo consistiu em buscar no *site* do Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq) todos os programas de Mestrado e Doutorado em Letras/Linguística e em Contabilidade reconhecidos pela Coodenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES). De acordo com o *site* do CNPq havia no Brasil, em 13 de dezembro de 2012, 32 (trinta e dois) programas de Mestrado e/ou Doutorado em Letras/Linguística reconhecidos, sendo um deles Mestrado Profissional (ANEXO VI)³; e 19 (dezenove) programas de Mestrado e/ou Doutorado em Contabilidade reconhecidos, sendo três deles Mestrados Profissionais (ANEXO VII)⁴.

Em seguida, buscou-se no *site* de cada programa de Mestrado e/ou Doutorado os estudiosos componentes do corpo docente permanente. Foram identificados 579 (quinhentos e setenta e nove) docentes permanentes dos programas de Mestrado e/ou Doutorado em Letras/Linguística e 273 (duzentos e setenta e três) docentes permanentes dos programas de Mestrado e/ou Doutorado em Contabilidade.

O próximo passo foi analisar o *Curriculum Lattes* destes pesquisadores para verificar quais possuíam afinidade com o tema da pesquisa. Verificou-se o texto inicial dos currículos dos docentes e principalmente a produção científica destes quanto à publicação de artigos em periódicos. Para os docentes em Letras/Linguística, foram selecionados para participar das rodadas *Delphi* aqueles que apresentavam mais de uma publicação a relacionada à Análise do Discurso, Análise Linguística e temas correlatos. Para os docentes de Contabilidade, foram

³ Disponível em

<http://conteudoweb.capes.gov.br/conteudoweb/ProjetoRelacaoCursosServlet?acao=pesquisarles&codigoArea=80100007&descricaoArea=LING%DC%CDSTICA%2C+LETRAS+E+ARTES+&descricaoAreaConhecimento=LING%DC%CDSTICA&descricaoAreaAvaliacao=LETRAS+%2F+LINGU%CDSTICA>

⁴ Disponível em

<http://conteudoweb.capes.gov.br/conteudoweb/ProjetoRelacaoCursosServlet?acao=pesquisarles&codigoArea=60200006&descricaoArea=CI%CANCIAS+SOCIAIS+APLICADAS+&descricaoAreaConhecimento=ADMINISTRA%C7%C3O&descricaoAreaAvaliacao=ADMINISTRA%C7%C3O%2C+CI%CANCIAS+CONT%C1BEIS+E+TURISMO>

selecionados aqueles que apresentavam mais de uma publicação relacionada ao *Disclosure*, Processo Comunicacional e temas afins.

Assim, dentre os docentes permanentes dos programas de Mestrado e/ou Doutorado que compunham a relação inicial, restaram 421 (quatrocentos e vinte e um) docentes considerados especialistas em temas relacionados à Linguística e à Análise do Discurso e 154 (cento e cinquenta e quatro) *experts* em temas correlatos ao *Disclosure* e ao Processo Comunicacional.

Por fim, buscou-se o *e-mail* destes especialistas para posteriormente enviar a eles o questionário das rodadas *Delphi*. Os *e-mails* foram coletados no próprio *site* dos programas de ensino superior e, caso não fosse disponibilizado no *site*, utilizou-se a página inicial de artigos publicados pelo pesquisador em revistas eletrônicas, onde usualmente consta o *e-mail* dos autores.

3.2.2.4 Etapa 4 – Rodadas *Delphi* - Elaboração do Questionário

Após a definição dos especialistas a serem convidados para participar das rodadas *Delphi*, procedeu-se à elaboração do questionário a ser aplicado. Inicialmente, em conjunto com a professora contratada, os níveis linguísticos das mensagens foram avaliados como de Otimismo Fraco, Otimismo Semi-Forte ou Otimismo Forte, segundo a perspectiva interpretativista e hipotético-dedutiva da ADC. Em seguida, para cada um dos oito níveis linguísticos, selecionou-se aleatoriamente um trecho considerado de Otimismo Fraco, um de Otimismo Semiforte e outro de Otimismo Forte. Assim, 24 (vinte e quatro) trechos de mensagens compuseram os questionários enviados nas Rodadas *Delphi*. O Quadro 5 apresenta o questionário enviado aos especialistas de Letras/Linguística e de Contabilidade na primeira rodada *Delphi*.

Questionário

- 1) A área na qual atuo é:
- () Ciências Contábeis
- () Letras/linguística
- 2) Nos últimos 5 anos tenho estudado intensivamente temas correlatos à Linguística e à Análise do Discurso (para os especialistas na Língua Portuguesa). Nos últimos 5 anos tenho estudado intensivamente temas correlatos ao *Disclosure* (para os especialistas em Contabilidade).
- () Discordo Totalmente
- () Discordo
- () Não Concordo nem Discordo
- () Concordo
- () Concordo Totalmente

Nesta etapa, solicita-se que trechos de discursos sejam avaliados de 0 até 10 quanto ao seu grau de Otimismo (sendo zero para menos e 10 para mais otimista). Na abordagem utilizada pelo estudo, conforme Manhães (2008), há três instâncias linguísticas principais por meio das quais se constrói um discurso: (I) Instância Conversacional, (II) Instância Indexical e (III) Instância Acional.

(I) INSTÂNCIA CONVERSACIONAL

Pressupostos: o pressuposto é a mensagem que é deduzida pelos interlocutores com base no conhecimento compartilhado por eles, consagrados pelos grupos sociais, ou seja, leva em consideração a mensagem compreendida pelo interlocutor a priori (MOURA, 2000).

- 3) Quanto aos Pressupostos presentes nos discursos, avalie o grau de otimismo de cada trecho abaixo, atribuindo nota de 0 a 10, sendo zero para trechos sem otimismo e 10 para trechos com otimismo exacerbado:

	Nota
a) Objetivo de melhorar nosso posicionamento no segmento pós-pago.	()
b) a Companhia (...) reforça seu comprometimento com a transparência e melhores práticas de governança, que entendemos ser o único caminho para a valorização crescente.	()
c) Cumprimos e até superamos plenamente a maior parte de nossos objetivos empresariais, metas operacionais, desempenho econômico-financeiro.	()

Significados Implícitos: o significado implícito é subentendido pelo interlocutor a partir do que é dito por meio de expressões consagradas pela memória coletiva (RODRIGUES, 1995). Em outras palavras, são instrumentos que viabilizam a interação, também consagrados por certo grupo social. A mensagem é compreendida pelo interlocutor a posteriori, pois tais elementos constituem significação em situações específicas (MANHÃES, 2008).

- 4) Quanto aos Significados Implícitos presentes nos discursos, avalie o grau de otimismo de cada trecho abaixo, atribuindo nota de 0 a 10, sendo zero para trechos sem otimismo e 10 para trechos com otimismo exacerbado:

	Nota
a) Foi aprovada a Política de Biodiversidade da Cemig, elaborada com a participação de vários segmentos da sociedade.	()
b) Consolidou o movimento iniciado no ano anterior de reunir as atividades de transformação de aço (...), que nasce com mais de 20% de participação no mercado e capacidade de processar mais de 2 milhões de toneladas.	()
c) A Localiza adota os mais elevados padrões de governança corporativa. (...) o modelo próprio de gestão dos ativos, (...) e a adoção do sistema de planejamento e execução, com base na meritocracia, nos deixam mais competitivos e preparados para o crescimento contínuo.	()

(II) INSTÂNCIA INDEXICAL

Indicadores de Pessoa: referem-se a pronomes como “eu”, “eles”, “nós”, etc. Termos impessoais como “alguém” revelam intenção distinta de termos como “nós”. O “eu”, por exemplo, se coloca como dono da voz que conta as ocorrências e revela um mundo para o interlocutor (MANHÃES, 2008). Esse termo atribui a responsabilidade da ação ao locutor. Já termos genéricos como “a companhia” pode responsabilizar todos por possíveis sucessos ou desviar o foco de responsabilização por possíveis insucessos.

- 5) Quanto aos Indicadores de Pessoa presentes nos discursos, avalie o grau de otimismo de cada trecho abaixo, atribuindo nota de 0 a 10, sendo zero para trechos sem otimismo e 10 para trechos com otimismo exacerbado:

	Nota
a) O desempenho da Usiminas foi marcado por mudanças operacionais e de gestão, colocadas em prática com agilidade para fazer frente às transformações (...) de mercado.	()
b) A Companhia domina toda a cadeia produtiva de aço (...) entre as companhias mais competitivas e rentáveis do mundo.	()
c) Estamos ousando, inovando, buscando a excelência no que fazemos, valorizando nossas pessoas, trabalhando para a satisfação de nossos clientes em todo o mundo e para a criação de valor aos nossos acionistas e, em última instância, construindo nosso futuro de forma sustentável.	()

Indicadores de Tempo e Espaço: não têm necessariamente somente o sentido gramatical dos advérbios. Passado, presente e futuro são funções discursivas definidas pelo momento “agora” indicado pelo locutor. O “aqui” e o “agora” podem ser referências imaginadas e sua determinação influencia a conotação do discurso (MANHÃES, 2008).

- 6) Quanto aos Indicadores de Tempo presentes nos discursos, avalie o grau de otimismo de cada trecho abaixo, atribuindo nota de 0 a 10, sendo zero para trechos sem otimismo e 10 para trechos com otimismo exacerbado:

	Nota
a) Maximizamos os resultados através da contínua melhoria da qualidade de nosso fumo e gestão financeira eficaz, em que pese a forte valorização do real em 2010.	()
b) Esses investimentos já se refletiram na melhoria dos indicadores de qualidade e atendimento da Cemig Distribuição em 2010.	()
c) Nossas competências centrais (...) que permitirão (...) conquistar novos clientes e mercados. Encaramos o futuro com otimismo e determinação e continuamos firmes no caminho da melhoria contínua, da busca da excelência e da prática de nossos valores.	()

- 7) Quanto aos Indicadores de Espaço presentes nos discursos, avalie o grau de otimismo de cada trecho abaixo, atribuindo nota de 0 a 10, sendo zero para trechos sem otimismo e 10 para trechos com otimismo exacerbado:

	Nota
a) Representando uma melhor prestação de serviços para a população do Estado de Minas Gerais.	()
b) Três grandes realizações marcaram o ano de 2010: o início da operação do Sistema Piloto do campo de Lula (...); a captação de R\$ 120,2 bilhões pela maior oferta pública de ações já realizada no mundo; e a assinatura do Contrato de Cessão Onerosa, que garantiu à companhia o direito de produzir 5 bilhões de barris de óleo equivalente em áreas não licitadas do Pré-Sal.	()
c) Que consolidou a estratégia da Companhia em transformar-se em uma empresa global de alimentos baseada em proteínas animais. (...) presença local notadamente na China.	()

(III) INSTÂNCIA ACIONAL

Ato Locutório: corresponde ao ato de pronunciar um enunciado (AUSTIN, 1965). Apresenta-se em estruturas lógicas, no interior de ações, constituindo-se de intenções, pelo uso de afirmativas, interrogativas, exclamativas e faz sentido em qualquer situação por ser genérico (MANHÃES, 2008).

- 8) Quanto aos Atos Locutórios presentes nos discursos, avalie o grau de otimismo de cada trecho abaixo, atribuindo nota de 0 a 10, sendo zero para trechos sem otimismo e 10 para trechos com otimismo exacerbado:

	Nota
a) Tem implementado ações que demonstram responsabilidade e preocupação com o meio ambiente.	()
b) A orientação estratégica da CSN para a excelência operacional e integração permitiu que apresentássemos robustos resultados financeiros e operacionais.	()
c) Busca contínua do aprimoramento da gestão nas esferas econômico-financeira, social e ambiental, a fim de ampliar a permanente geração de valor a todos os públicos com quem nos relacionamos.	()

Ato Ilocutório: se dá em certas condições comunicativas e com certas intenções, como ordenar, avisar, criticar, ameaçar, entre outras. Desse modo, a intenção comunicativa de execução é associada ao significado do enunciado (AUSTIN, 1965). Trata-se da articulação do ato da fala em uma situação social, expressando a intenção do locutor em contexto específico (MANHÃES, 2008).

- 9) Quanto aos Atos Ilocutórios presentes nos discursos, avalie o grau de otimismo de cada trecho abaixo, atribuindo nota de 0 a 10, sendo zero para trechos sem otimismo e 10 para trechos com otimismo exacerbado:

	Nota
a) Com a mudança estrutural do mercado siderúrgico, em âmbitos nacional e internacional, a Usiminas reviu suas estratégias (...), manteve-se focada na redução de custos, na integração e na verticalização produtivas.	()
b) A Divisão de Aluguel de Carros tem crescido a uma média de 26% nos últimos anos, ou seja, tem dobrado de tamanho a cada 3 anos. Temos acompanhado o crescimento do volume de passageiros nos aeroportos, bem como ampliado nossa participação no mercado fora dos aeroportos.	()
c) Os excelentes resultados obtidos em 2010 comprovam o acerto do direcionamento estratégico da Petrobras. No ano, foram investidos R\$ 76,4 bilhões, 8% a mais do que em 2009. Os investimentos destinaram-se (...) ao aumento da produção de petróleo e gás natural, à melhoria e ampliação do parque de refino, à contratação de novas embarcações (...) e à conclusão de obras da malha de dutos.	()

Ato Perlocutório: permite verificar o domínio do ato de fala pronunciado à performance de convencimento do discurso (MANHÃES, 2008). Corresponde aos efeitos que o ato ilocutório produz e, neste tipo de ato de fala, verbos informam os efeitos causados (AUSTIN, 1965).

10) Quanto aos Atos Perlocutórios presentes nos discursos, avalie o grau de otimismo de cada trecho abaixo, atribuindo nota de 0 a 10, sendo zero para trechos sem otimismo e 10 para trechos com otimismo exacerbado:

	Nota
a) É a integração dos esforços de todos que faz da Cemig a melhor energia do Brasil.	()
b) Esses investimentos já se refletiram na melhoria dos indicadores de qualidade e atendimento da Cemig Distribuição em 2010, representando uma melhor prestação de serviços para a população do Estado de Minas Gerais.	()
c) A empresa é orientada para o atendimento às necessidades em produtos e serviços para seus clientes e focada (...) no crescimento sustentável da receita de produtos elaborados e processados com base em proteína animal, tendo sido reconhecida em 2010 pela Revista Exame como a Melhor Empresa do Agronegócio Brasileiro e pela Revista Isto É Dinheiro como a Melhor Empresa em Sustentabilidade Financeira, além de outras distinções.	()

Quadro 5 – Questionário Enviado na Primeira Rodada *Delphi*

Fonte: elaborado pelo autor.

A primeira questão do questionário apresentado no Quadro 5 foi incluída para garantir que os especialistas selecionados para as rodadas Delphi são estudiosos da área de interesse desta pesquisa. Além disso, esta questão possibilita posterior análise segregada dos resultados, verificando possíveis disparidades entre os graus de otimismo atribuídos pelos especialistas em Letras/Linguística e os graus de otimismo atribuídos pelos especialistas em Contabilidade. A segunda questão foi elaborada para garantir que os participantes selecionados de fato são especialistas e estão ligados às pesquisas nas áreas de interesse nos últimos 5 anos.

Por fim, nas questões 3 a 10 são apresentados trechos das mensagens a serem avaliados quanto às variáveis do otimismo (níveis linguísticos). Para cada nível têm-se uma questão e, para cada questão têm-se três letras. Nas letras “a” das questões foram incluídos os trechos considerados de Otimismo Fraco na análise do discurso crítica inicial realizada em conjunto com a professora da área linguística. Nas letras “b” constam os trechos considerados de Otimismo Semiforte e nas letras “c” os trechos de Otimismo Forte.

3.2.2.5 Etapa 5 – Rodadas *Delphi* - Descrição e Análise dos Resultados

O envio do questionário na primeira rodada *Delphi* aos 575 (quinhentos e setenta e cinco) especialistas selecionados resultou em 80 (oitenta) respostas válidas, ou seja, aproximadamente 13,91% dos questionários enviados. A Tabela 1 apresenta as quantidades de respostas obtidas por meio da primeira rodada *Delphi*.

	Contabilidade	Linguística	Total
Quantidades de docentes	273	579	852
(-) Docentes não considerados <i>experts</i>	(119)	(158)	(277)
(=) Quantidade de <i>e-mails</i> enviados	154	421	575
(-) Docentes que não responderam	(91)	(372)	(463)
(=) Quantidade total de respostas	63	49	112
(-) Respostas inválidas	(29)	(3)	(32)
(=) Respostas válidas	34	46	80

Tabela 1 – Quantidades de Respostas da Primeira Rodada *Delphi*

Fonte: elaborado pelo autor.

Conforme a Tabela 1, dentre as 80 respostas válidas, 42,5% foram de especialistas em Contabilidade e 57,5% foram de especialistas em Letras/Linguística. Isso se deve ao fato de haver mais programas de Mestrado e/ou Doutorado em Letras/Linguística no país do que programas de Contabilidade e, consequentemente, mais docentes permanentes da primeira área.

Para os especialistas em Contabilidade, dentre os 154 *e-mails* enviados, cerca de 22,08% retornaram e foram considerados válidos; enquanto que, para os especialistas em Letras/Linguística, dentre os 421 *e-mails* enviados, apenas 10,93% retornaram de forma válida. As respostas inválidas apresentadas na Tabela 1 referem-se a questionários incompletos ou a questionários respondidos por pessoas que marcaram as opções “Discordo Totalmente”, “Discordo” ou “Não Concordo nem Discordo” na questão 2 do questionário (Quadro 5).

Após a compilação dos graus de otimismo atribuídos pelos especialistas na primeira rodada *Delphi*, foram calculadas as médias de otimismo para as 24 (vinte e quatro) mensagens. A média de otimismo de cada trecho de mensagem foi formada tanto pelos graus de otimismo atribuídos pelos especialistas em Contabilidade quanto pelos graus atribuídos pelos especialistas em Letras/Linguística. Em seguida,

foram calculados os coeficientes de variação dos graus de otimismo atribuídos para cada mensagem pelos especialistas, para verificar o quanto variaram as opiniões. Os resultados da primeira rodada *Delphi* são apresentados na Tabela 2.

Questão conforme o Quadro 5	Grau de Otimismo Médio (Contabilidade)	Grau de Otimismo Médio (Letras/Linguística)	Grau de Otimismo Médio Geral	Coeficientes de Variação
3 A	6,26	4,96	5,51	0,39
3 B	7,62	6,20	6,80	0,28
3 C	8,44	7,28	7,78	0,27
4 A	5,91	5,76	5,83	0,41
4 B	7,03	6,41	6,68	0,32
4 C	8,62	7,28	7,85	0,31
5 A	5,82	5,43	5,60	0,45
5 B	8,41	6,74	7,45	0,26
5 C	8,85	7,93	8,33	0,23
6 A	7,71	6,41	6,96	0,29
6 B	6,94	6,52	6,70	0,28
6 C	8,12	7,39	7,70	0,28
7 A	6,91	5,54	6,13	0,31
7 B	6,47	6,52	6,50	0,37
7 C	6,85	7,39	7,16	0,28
8 A	6,32	4,78	5,44	0,36
8 B	7,59	6,52	6,98	0,32
8 C	7,15	6,30	6,66	0,26
9 A	4,79	5,22	5,04	0,37
9 B	6,26	6,41	6,35	0,29
9 C	7,00	7,39	7,23	0,32
10 A	8,94	5,87	7,18	0,34
10 B	7,82	5,76	6,64	0,34
10 C	6,82	7,28	7,09	0,31

Tabela 2 – Resultados da Primeira Rodada *Delphi*

Fonte: elaborado pelo autor.

De acordo com a Tabela 2, é possível notar que os graus de otimismo médio gerados pelas opiniões dos especialistas em Contabilidade pouco divergem dos graus de otimismo médio gerados pelas opiniões dos especialistas em Letras/Linguística. Assim, para dar sequência às rodadas *Delphi*, foram utilizadas as médias gerais de otimismo, as quais consideram tanto a opinião dos especialistas em Contabilidade quanto a opinião dos especialistas em Letras/Linguística.

A última coluna da Tabela 2 representa o coeficiente de variação dos graus de otimismo atribuídos por todos os especialistas a cada mensagem do questionário. Este indicador é obtido por meio da divisão do desvio padrão dos graus de otimismo

pela média destes, e reflete a variabilidade dos graus atribuídos. Assim, os graus de otimismo atribuídos à questão 5A, por exemplo, variaram mais do que os graus de otimismo atribuídos à questão 5C e, portanto, há maior consenso entre os especialistas quanto ao grau de otimismo da mensagem apresentada em 5C. Esta medida foi calculada para comparar as respostas da primeira rodada com as respostas da segunda. Espera-se maior consenso quanto aos graus de otimismo das mensagens na segunda rodada *Delphi* (coeficientes de variação menores).

Para envio da segunda rodada, foi utilizado o mesmo questionário da primeira. Entretanto, ao lado de cada mensagem, foi informado o grau de otimismo médio desta, obtido por meio da primeira rodada. O intuito deste procedimento é cumprir o requisito básico de troca de opiniões da rodada *Delphi*, fazendo com que os especialistas reavaliem suas opiniões, possibilitando maior consenso. Após o reenvio do questionário aos 575 (quinhentos e setenta e cinco) especialistas foram obtidas as quantidades de respostas apresentadas na Tabela 3.

	Contabilidade	Linguística	Total
Quantidades de docentes	273	579	852
(-) Docentes não considerados <i>experts</i>	(119)	(158)	(277)
(=) Quantidade de <i>e-mails</i> enviados	154	421	575
(-) Docentes que não responderam	(109)	(356)	(465)
(=) Quantidade total de respostas	45	65	110
(-) Respostas inválidas	(15)	(5)	(20)
(=) Respostas válidas	30	60	90

Tabela 3 – Quantidades de Respostas da Segunda Rodada *Delphi*

Fonte: elaborado pelo autor.

Para a segunda rodada *Delphi*, o envio do questionário aos especialistas selecionados resultou em 90 (noventa) respostas válidas, ou seja, aproximadamente 15,65% dos questionários enviados. Dentre os 154 questionários reenviados aos especialistas em Contabilidade, aproximadamente 19,48% geraram respostas válidas. Dentre os 421 questionários reenviados aos especialistas em Letras/Linguística, cerca de 14,25% geraram respostas válidas.

Assim como na primeira rodada *Delphi*, as respostas inválidas desta segunda rodada correspondem a questionários incompletos ou a respostas de especialistas que marcaram as opções “Discordo Totalmente”, “Discordo” ou “Não Concordo nem Discordo” na questão 2 do questionário (Quadro 5). As médias e os

coeficientes de variação dos graus de otimismo obtidos por meio da segunda rodada *Delphi* são apresentados na Tabela 4.

Questão conforme o Quadro 5	Grau de Otimismo Médio (Contabilidade)	Grau de Otimismo Médio (Letras/Linguística)	Grau de Otimismo Médio Geral	Coeficientes de Variação
3 A	5,83	5,17	5,39	0,11
3 B	7,00	6,58	6,72	0,12
3 C	8,83	7,50	7,94	0,11
4 A	5,33	5,92	5,72	0,13
4 B	6,17	6,67	6,50	0,14
4 C	8,33	7,75	7,94	0,10
5 A	5,67	5,50	5,56	0,18
5 B	7,83	7,00	7,28	0,11
5 C	9,00	8,00	8,33	0,13
6 A	6,17	6,25	6,22	0,18
6 B	6,83	6,92	6,89	0,12
6 C	8,00	7,83	7,89	0,09
7 A	6,17	6,08	6,11	0,05
7 B	7,50	6,17	6,61	0,21
7 C	7,67	7,08	7,28	0,11
8 A	5,50	4,83	5,06	0,16
8 B	7,00	6,33	6,56	0,19
8 C	7,17	6,92	7,00	0,14
9 A	5,00	4,67	4,78	0,18
9 B	6,00	5,67	5,78	0,14
9 C	8,17	6,67	7,17	0,16
10 A	6,33	6,50	6,44	0,19
10 B	6,50	6,25	6,33	0,16
10 C	7,50	6,92	7,11	0,15

Tabela 4 – Resultados da Segunda Rodada *Delphi*

Fonte: elaborado pelo autor.

Assim como na primeira rodada *Delphi*, os graus de otimismo médio gerados pelas opiniões dos especialistas em Contabilidade pouco divergiram dos graus de otimismo médio gerados pelas opiniões dos especialistas em Letras/Linguística. Além disso, todos os coeficientes de variação reduziram em relação à primeira rodada. Desta forma, os graus de otimismo obtidos por meio da segunda rodada *Delphi* são consideradas mais qualificadas e consistentes do que as respostas da primeira rodada pois foram repensados e reavaliados, apresentando maior consenso de opiniões entre os especialistas.

Por meio da Tabela 4 nota-se que os resultados provenientes da avaliação final (segunda rodada *Delphi*) corroboram com a avaliação prévia realizada em

conjunto com a professora da área Linguística. Na avaliação prévia as mensagens situadas nas questões 3A, 4A, 5A, 6A, 7A, 8A, 9A e 10A foram enquadradas como detentoras de Otimismo Fraco, as mensagens situadas nas questões 3B, 4B, 5B, 6B, 7B, 8B, 9B e 10B foram enquadradas como de Otimismo Semiforte e as mensagens situadas nas questões 3C, 4C, 5C, 6C, 7C, 8C, 9C e 10C foram enquadradas como de Otimismo Forte. De forma análoga, com exceção da questão 10 (referente a Atos Perlocutórios), os especialistas consideraram as mensagens situadas nas letras A como de grau de otimismo menor, as mensagens situadas em B como de grau de otimismo médio e em C como de grau de otimismo maior.

3.2.2.6 Etapa 6 – Avaliação do Otimismo das Mensagens dos Gestores

Devido ao maior consenso observado entre as opiniões dos especialistas, os graus de otimismo por eles atribuídos aos trechos das mensagens na segunda rodada *Delphi* foram utilizados como base para avaliação do otimismo das demais mensagens dos gestores. Sendo assim, após desconstruídas segundo o modelo teórico-metodológico adotado, as 370 (trezentas e setenta) mensagens das 74 (setenta e quatro) companhias componentes da amostra foram avaliadas de acordo com a Figura 4.

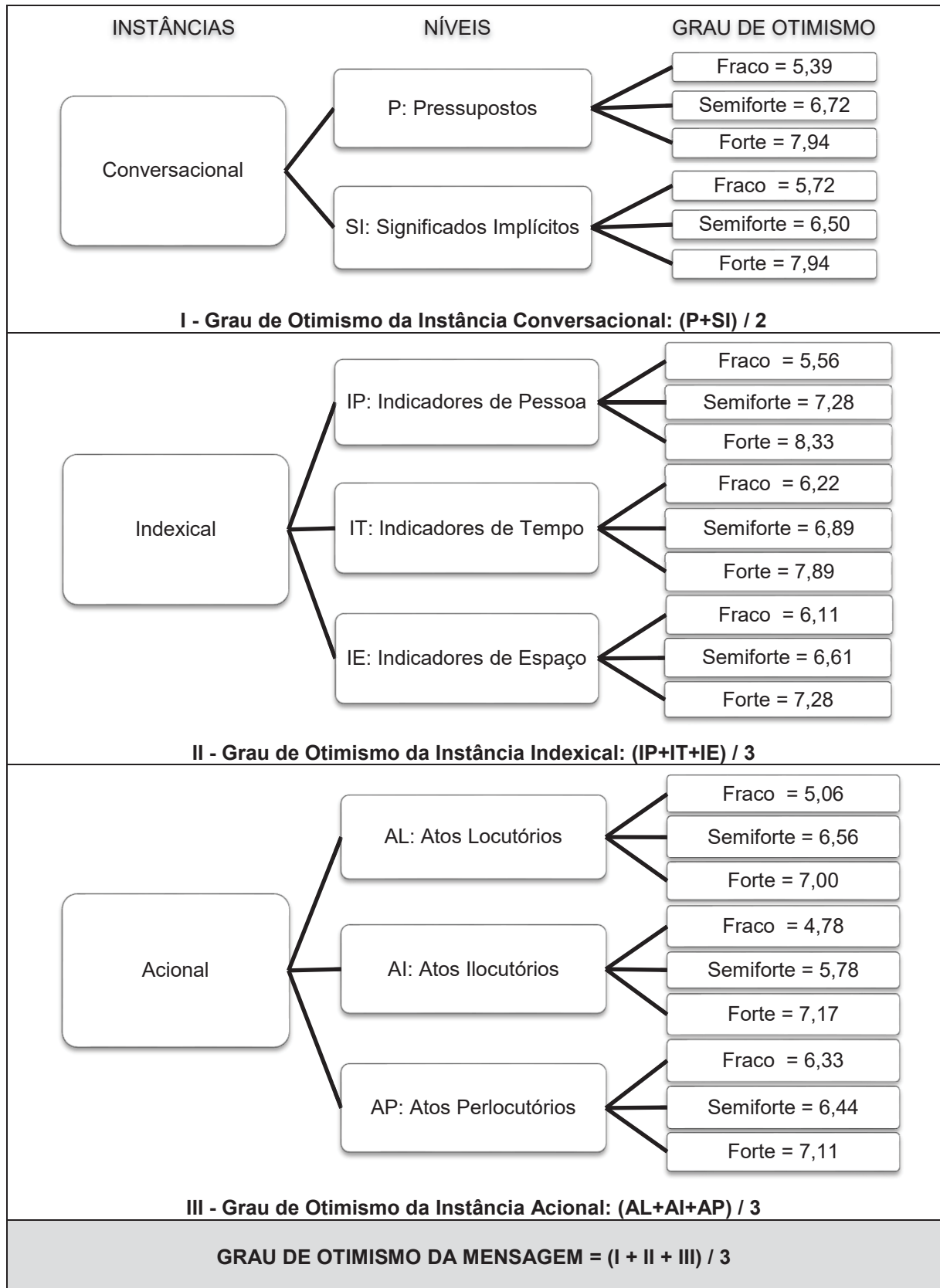


Figura 4 – Metodologia para Avaliação dos Discursos

Fonte: elaborado pelo autor.

As mensagens dos gestores completas presentes nos RAs das companhias foram avaliadas quanto ao seu otimismo por meio da perspectiva hipotético-dedutiva e interpretativista da Análise do Discurso Crítica (ADC). Para apoio às avaliações realizadas recorreu-se a: (i) auxílio da professora de linguística contratada; e (ii) analogias das mensagens completas aos trechos apresentados nos questionários submetidos às rodadas *Delphi*. Seguindo este procedimento, cada mensagem foi analisada quanto ao seu grau de otimismo sob os oito enfoques adotados (oito níveis linguísticos), em conformidade com os graus apresentados na Figura 4.

A Figura 4 apresenta a distribuição dos graus de otimismo obtidos pela segunda rodada *Delphi* (Tabela 4) entre os níveis linguísticos, conforme as questões 3A a 10C apresentadas no questionário (Quadro 5). Como a questão 10, referentes aos atos perlocutórios, apresentou-se como a única que não foi avaliada pelos especialistas em conformidade com a avaliação prévia realizada em conjunto com a professora de linguística, a questão 10B foi considerada como modelo de Otimismo Fraco (grau 6,33), a questão 10A foi considerada como modelo de Otimismo Semiforte (grau 6,44) e a questão 10C foi considerada como modelo de Otimismo Forte (grau 7,11).

Para as demais questões, assim como na avaliação prévia realizada, as letras A apresentaram os menores graus, considerados de Otimismo Fraco, as letras B apresentaram os graus intermediários, considerados de Otimismo Semiforte e as letras C apresentaram os maiores graus, considerados de Otimismo Forte. Dessa forma, cada mensagem obteve um grau conforme o otimismo predominante em cada nível linguístico.

Após a determinação do grau de otimismo de cada nível linguístico e para cada mensagem, foram calculados os graus de otimismo das instâncias linguísticas. De acordo com a metodologia de avaliação apresentada na Figura 4, os graus de otimismo das instâncias foram obtidos pela média do otimismo de seus níveis e o grau de otimismo de cada mensagem como um todo foi obtido por meio da média do otimismo de suas instâncias. Para melhor visualização de trechos considerados de Otimismo Fraco, Semiforte ou Forte, para cada nível de análise, apresenta-se o Quadro 6.

Níveis para Classificação do Otimismo	Exemplos	Aspectos Chave para Classificação
Pressupostos		
Otimismo Fraco	“A Cia vem buscando desenvolver outros produtos alimentícios para ocupar a capacidade ociosa deixada pelo café solúvel”.	Memória coletiva geral do grupo social, compreendida a <i>priori</i> pelo interlocutor.
Otimismo Semiforte	“Mesmo com a retomada da economia, a CESP registrou redução no consumo de energia elétrica pelo setor industrial, onde se concentra a maior parte dos consumidores livres atendidos pela Companhia, fato que não foi suficiente para comprometer seus resultados”.	
Otimismo Forte	“O ano de 2008 foi marcado por um excelente desempenho operacional da companhia sustentado por um expressivo crescimento nos resultados atingidos pelos shoppings do nosso portfólio”.	
Significados Implícitos		
Otimismo Fraco	“Apresentou também crescimento de EBITDA de 66%, alcançando R\$347,1 milhões e uma margem próxima dos 14%, indicando uma superação”.	Expressões consagradas pelo grupo social, notadas a <i>posteriori</i> pelo interlocutor, por ser aplicável a situações específicas.
Otimismo Semiforte	“Consolidou o movimento iniciado no ano anterior de reunir as atividades de transformação de aço (...), que nasce com mais de 20% de participação no mercado e capacidade de processar mais de 2 milhões de toneladas”.	
Otimismo Forte	“No ambiente operacional, o EBITDA consolidado saiu de R\$ 143 milhões em 2002 para R\$ 1,4 bilhão em 2011, crescendo cerca de dez vezes. (...) Estamos construindo a infraestrutura necessária para consolidar nosso SONHO de crescimento nos próximos anos de forma a oferecer o melhor atendimento aos nossos clientes”.	
Indicadores de Pessoa		
Otimismo Fraco	“Ao longo do exercício, a Companhia contratou profissionais para sua atuação diretamente nas fazendas com a responsabilidade de gerenciar a produção de grãos e cana de açúcar na qual a Companhia plantou uma superfície de 22.060 hectares”.	“A empresa”, “eu”, “nós”, “os colaboradores”, “os gestores”, etc.
Otimismo Semiforte	“Em junho de 2007, a CESP concretizou o lançamento, no mercado nacional, do seu quarto Fundo de Investimento em Direitos Creditórios”.	
Otimismo Forte	“Estes resultados nos colocam entre os melhores desempenhos do setor elétrico conforme havíamos projetado em nossas estimativas divulgadas ao mercado”.	
Indicadores de Espaço		
Otimismo Fraco	“O setor imobiliário teve mais uma vez um ano de destaque (...). Atingimos nossos planos nas regiões metropolitanas do Rio de Janeiro e São Paulo, onde lançamos com sucesso projetos (...)”.	Expressões como “a nível global”, “no mundo”, “no Brasil”, países, estados ou regiões de atuação da companhia.
Otimismo Semiforte	“Em razão dos volumes previstos para 2010, investimos na aquisição de equipamentos e na expansão da capacidade produtiva nos estados de Goiás e Rio Grande do Norte”.	

Otimismo Forte	“Temos muito orgulho de termos sido incluídos mais uma vez no Índice Dow Jones de Sustentabilidade (...) o que representa reconhecimento mundial das nossas práticas de gestão sustentáveis nas suas dimensões econômica, social e ambiental. (...) Somos indiscutivelmente uma empresa que agrega valor ao nosso País”.	
Indicadores de Tempo		
Otimismo Fraco	“Por meio de suas marcas e operações, registrou resultados expressivos”.	Indicações de eventos em determinado ano, eventos em vários anos de forma contínua, crescente ou decrescente ao longo do tempo. Passado, presente ou futuro.
Otimismo Semiforte	“Esses investimentos já se refletiram na melhoria dos indicadores de qualidade e atendimento da Cemig Distribuição em 2010”.	
Otimismo Forte	“O ano de 2010 foi histórico para a Braskem. (...) Se 2009 havia sido o ano da superação da crise econômica global, em 2010 a Braskem pode converter em realidade as oportunidades advindas de sua hígidez financeira (...). A Companhia reafirma seu compromisso com o desenvolvimento (...) condição essencial para que a própria Braskem continue a crescer (...)”.	
Atos Locutórios		
Otimismo Fraco	“Tem implementado ações que demonstram responsabilidade e preocupação com o meio ambiente”.	Intenção genérica expressada pelo locutor, que faz sentido em qualquer situação.
Otimismo Semiforte	“Para 2008 temos como maior meta otimizar as nossas operações, de modo a alcançar novos e superiores patamares de resultados buscando sempre melhor atender nossos clientes”.	
Otimismo Forte	“Nesse cenário, a BrasilAgro usou sua experiência combinada com uma gestão financeira conservadora, diversificação de portfólio e geográfica, além de investimentos em tecnologia e redução de custos, para maximizar seus resultados e continuar consolidando sua posição no mercado”.	
Atos Illocutórios		
Otimismo Fraco	“A estratégia de expansão e diversificação do Grupo Marfrig mais uma vez se mostrou acertada em 2008, adquirindo empresas saudáveis com times bem formados (...)”.	Intenção expressada pelo locutor em uma situação social, em certo contexto.
Otimismo Semiforte	“A sólida política financeira da companhia, pautada no conservadorismo saudável garantiu que o Minerva enfrentasse a crise de maneira confortável. A tradicional proteção de caixa e a consciente política de gestão de riscos foram essenciais para dar sustentação à Companhia neste período de crise financeira mundial (...)”.	

Otimismo Forte	“Os excelentes resultados obtidos em 2010 comprovam o acerto do direcionamento estratégico da Petrobras. No ano, foram investidos R\$ 76,4 bilhões, 8% a mais do que em 2009. Os investimentos destinaram-se (...) ao aumento da produção de petróleo e gás natural, à melhoria e ampliação do parque de refino, à contratação de novas embarcações (...) e à conclusão de obras da malha de dutos (...)”.	
Atos Perlocutórios		
Otimismo Fraco	“A TOTVS apresentou mais um ano de crescimento sustentado de suas operações, alavancado pelo sucesso na integração das empresas incorporadas nos anos anteriores, e pela ousadia na mudança de estruturas internas”.	Performance de convencimento da fala do locutor.
Otimismo Semiforte	“Concluímos o ano atingindo os objetivos propostos. Lançamos empreendimentos com VGV superior a R\$ 1,0 bilhão (crescimento de 255% sobre o ano anterior), diversificando nossa atuação geográfica e de segmentos de renda”.	
Otimismo Forte	“Os investimentos realizados pela Sociedade e suas subsidiárias e controladas na modernização, expansão, qualidade e manutenção da rede em 2007 foram de R\$ 1.992,5 milhões, o que comprova o compromisso do Grupo Telefônica no Brasil com vistas ao longo prazo, e confirma a confiança depositada, como investidor estrangeiro, no futuro do país. (...) Durante o ano de 2007, a Sociedade destinou aos Governos Federal, Estadual e Municipal no consolidado, R\$7,2 bilhões em impostos, taxas e contribuições”.	

Quadro 6 – Aspectos Chave Observados por Nível e Exemplos

Fonte: elaborado pelo autor.

Os exemplos do Quadro 6 sintetizam o que foi considerado como mensagem de otimismo Fraco, Semiforte ou Forte. Além disso, o quadro apresenta os aspectos chave utilizados na análise hipotético-dedutiva e interpretativista. Esta, por sua vez, foi subsidiada pelos trechos de mensagens tidos como modelos, por terem sido avaliados pelos especialistas durante as rodadas *Delphi* (Quadro 5), e também pelo *know-how* da professora de linguística contratada.

Para validação do instrumento de avaliação do otimismo, foi medida a consistência interna do constructo “Grau de Otimismo da Mensagem” por meio do *Alpha* de *Cronbach*. Nas colunas foram relacionados os oito níveis linguísticos de análise (variáveis do grau de otimismo das mensagens) e nas linhas as 370 (trezentas e setenta) observações de otimismo das 74 (setenta e quatro) empresas. Para os níveis classificados como de Otimismo Forte, atribuiu-se 3; para os níveis de Otimismo Semiforte, 2; e para os níveis de Otimismo Fraco, 1.

Segundo Malhotra (2001) o *Alpha de Cronbach* é um indicador consistente para análise da confiabilidade de uma escala, sendo aceitáveis valores de corte iguais ou superiores a 0,60. Para Hair, Anderson, Tatham e Black (1998), valores de *Alpha* iguais ou acima de 0,70 são aceitáveis e valores inferiores a 0,70 podem ser aceitos em pesquisas exploratórias.

O *Alpha de Cronbach* calculado por meio do *software* SPSS®18.0 foi de **0,646**, o qual revela consistência interna do instrumento utilizado já que a metodologia para avaliação do otimismo caracteriza-se como exploratória. Deste modo, como o *Alpha de Cronbach* foi superior a 0,60, foi validado o instrumento utilizado para cálculo dos graus de otimismo das mensagens da alta administração contidas nos RAs das companhias analisadas.

3.3 POPULAÇÃO E AMOSTRA

A população e a amostra do estudo foram delineadas ao longo das coletas de dados para avaliação das variáveis do estudo, ou seja, durante o processo de coleta de valores contábeis para cálculo dos indicadores clássicos de desempenho, durante a coleta de valores contábeis e de mercado para cálculo do Q de Tobin e durante o processo de coleta mensagens da alta administração para análise e avaliação do otimismo dos gestores.

A amostra foi delineada por meio de amostragem não probabilística. Segundo Malhotra (2001) a amostragem não-probabilística consiste em uma técnica de amostragem que não utiliza seleção aleatória. A composição da amostra ocorreu por acessibilidade ou conveniência pois considerou todas as companhias brasileiras listadas na BM&FBOVESPA, com dados disponíveis e balanceados ao longo dos cinco anos analisados. A Figura 5 apresenta os procedimentos adotados na definição da população e da amostra do estudo.

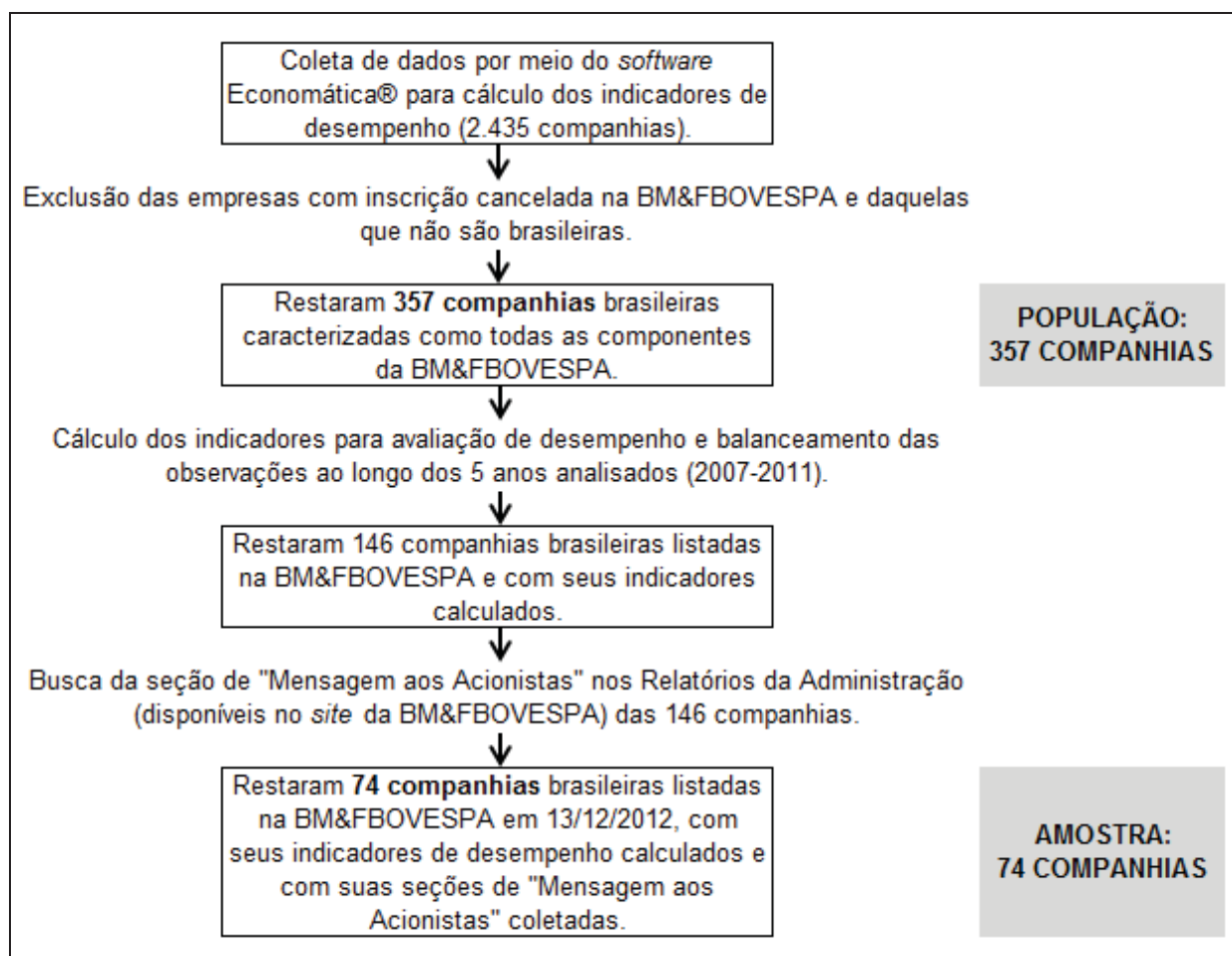


Figura 5 – Delineamento da Amostra

Fonte: elaborado pelo autor.

Segundo os procedimentos apresentados na Figura 5, a população foi caracterizada por 357 (trezentas e cinquenta e sete) companhias brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA e a amostra foi composta por 74 (setenta e quatro) companhias delimitadas a partir da população. Portanto, a amostra delineada por conveniência representa aproximadamente 20,73% da população.

Esta investigação está focada na análise de dados de periodicidade anual distribuídos entre os anos de 2007 a 2011. Sendo assim, a amostra de 74 empresas possibilitou o cálculo de 370 observações referentes a cada variável de desempenho (onze indicadores) e 370 observações referentes a cada variável do constructo "Grau de Otimismo da Mensagem" (oito níveis linguísticos de análise). A composição analítica da população é apresentada no ANEXO III e a composição analítica das empresas componentes da amostra é apresentada no ANEXO V.

3.4 HIPÓTESES DO ESTUDO

A pesquisa busca verificar qual é a associação entre os indicadores de desempenho selecionados e o grau de otimismo das mensagens dos gestores reportadas nos Relatórios da Administração (RAs). Assim, todos os indicadores calculados foram testados frente ao grau de otimismo das mensagens.

Considerando que as companhias visam seguir as orientações do Comitê de Pronunciamentos Contábeis divulgando informações que possuem as características qualitativas fundamentais, entende-se que os gestores reportarão mensagens de otimismo compatível com a situação econômico-financeira da companhia. Desta forma, associações inversas ou diretas entre os indicadores de desempenho e o grau de otimismo dos gestores são esperadas, a depender do indicador analisado. Nesta ótica, as seguintes hipóteses foram constituídas:

H_{1,1} – Há associação direta entre o Q de Tobin e o Grau de Otimismo dos gestores expresso em suas mensagens reportadas nos RAs;

H_{1,2} – Há associação direta entre o indicador de Liquidez Imediata e o Grau de Otimismo dos gestores expresso em suas mensagens reportadas nos RAs;

H_{1,3} – Há associação direta entre o indicador de Liquidez Seca e o Grau de Otimismo dos gestores expresso em suas mensagens reportadas nos RAs;

H_{1,4} – Há associação direta entre o indicador de Liquidez Geral e o Grau de Otimismo dos gestores expresso em suas mensagens reportadas nos RAs;

H_{1,5} – Há associação direta entre o indicador de Liquidez Corrente e o Grau de Otimismo dos gestores expresso em suas mensagens reportadas nos RAs;

H_{1,6} – Há associação inversa entre o indicador de Endividamento e o Grau de Otimismo dos gestores expresso em suas mensagens reportadas nos RAs;

H_{1,7} – Há associação inversa entre o indicador de Composição do Endividamento e o Grau de Otimismo dos gestores expresso em suas mensagens reportadas nos RAs;

H_{1,8} – Há associação direta entre o indicador de Giro do Ativo e o Grau de Otimismo dos gestores expresso em suas mensagens reportadas nos RAs;

H_{1,9} – Há associação direta entre o indicador de Margem Líquida e o Grau de Otimismo dos gestores expresso em suas mensagens reportadas nos RAs;

H_{1,10} – Há associação direta entre o indicador de Rentabilidade do Patrimônio Líquido e o Grau de Otimismo dos gestores expresso em suas mensagens reportadas nos RAs; e

H_{1,11} – Há associação direta entre o indicador de Rentabilidade do Ativo e o Grau de Otimismo dos gestores expresso em suas mensagens reportadas nos RAs.

As únicas associações inversas esperadas são entre os indicadores de Endividamento e Composição do Endividamento frente ao Grau de Otimismo dos gestores. Estas associações inversas são esperadas pois estes indicadores são do tipo “quanto menor, melhor”. Quanto aos demais indicadores, estão relacionados a associações diretas pois são do tipo “quanto maior, melhor”.

3.5 DESENHO DA PESQUISA

As hipóteses **H_{1,1}** até **H_{1,11}** apresentadas na seção anterior decorrem de possíveis associações entre Otimismo e Desempenho. Constituindo-se como foco principal desta pesquisa, a referida associação pode ser visualizada no Desenho da Pesquisa, conforme a Figura 6.

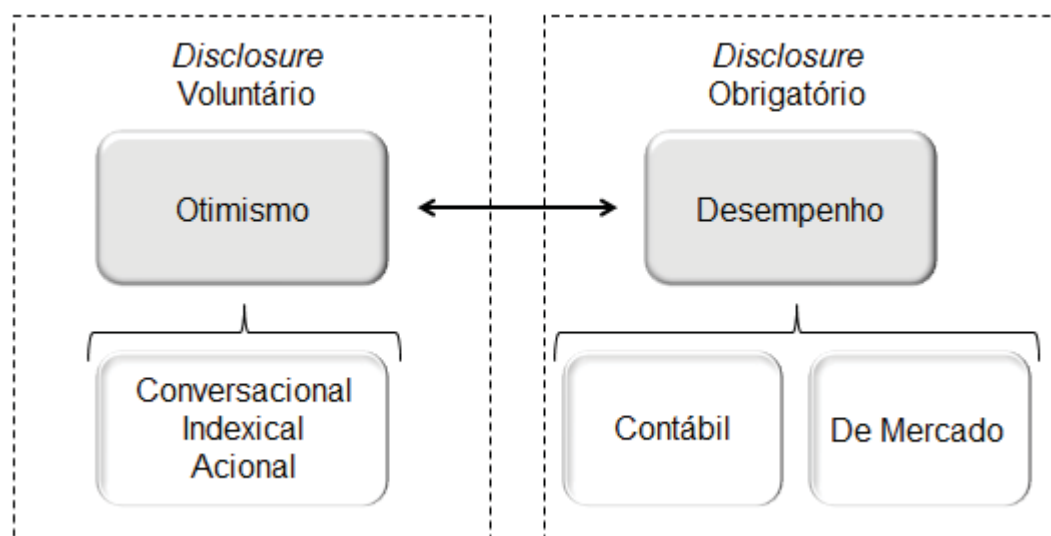


Figura 6 – Desenho da Pesquisa

Fonte: elaborado pelo autor.

A Figura 6 apresenta a associação entre Otimismo e Desempenho que busca-se analisar nesta pesquisa. De um lado, o Otimismo avaliado por meio de informações voluntárias reportadas nos Relatórios da Administração das companhias, as quais possibilitam a análise do discurso dos gestores sob as perspectivas (i) conversacional, (ii) indexical e (iii) acional. No outro extremo, o Desempenho avaliado por meio de dados de divulgação obrigatória que possibilitam o cálculo dos indicadores contábeis e do Q de Tobin, utilizado como indicador de desempenho de mercado.

Após calculados os indicadores de desempenho e os graus de otimismo busca-se analisar qual é a associação entre o otimismo presente nas mensagens dos gestores e o desempenho das companhias avaliado por indicadores contábeis clássicos e pelo Q de Tobin. Para atingir este objetivo, os dados serão analisados sob a perspectiva de Dados em Painel.

3.6 ABORDAGEM DOS DADOS EM PAINEL

A Análise de Dados em Painel (ADP), segundo Gujarati (2006), consiste em uma técnica estatística que refere-se a conjuntos de informações sobre o mesmo sujeito ao longo de múltiplos períodos de tempo, apresentando uma dimensão espacial e uma dimensão temporal. O autor explica que este tipo de análise possibilita maior liberdade entre as variáveis explanatórias, proporciona dados mais informativos e medição mais adequada para estudos em que a amostra passou por mudanças estratégicas ou de valores e práticas predominantes no processo decisório.

Para Gujarati (2006), o uso da abordagem dos dados em painel é preterível pois, ao combinar séries temporais com dados de corte transversal, proporciona-se maior variabilidade e menor colinearidade entre as variáveis, além de mais graus de liberdade e mais eficiência em relação a regressões simples. Além disso, o autor ressalta que a ADP possibilita análises de modelos mais complexos para mensurar efeitos de uma forma melhor do que quando a análise é realizada por meio de corte transversal e série temporal puros.

A ADP, em sua abordagem comum, considera três modelos: (i) modelos *Pooled* OLS, também conhecido como MQO (Mínimos Quadrados Ordinários); (ii) modelos de Efeitos Fixos; e (iii) modelos de Efeitos Aleatórios. No *Pooled* OLS as observações de cada empresa são empilhadas com intercepto e coeficientes angulares da regressão servindo para todas as *cross-sections*, durante todo o período de tempo (GUJARATI, 2006).

Baltagi (1996) afirma que este modelo proporciona estimadores mais concisos do que os outros modelos de painel pois possibilita uma amostra maior e é mais adequado em amostras que apresentam algumas semelhanças nas suas características estruturais. Entretanto, Moreira (2009) ressalta que a desvantagem deste modelo é ignorar a possibilidade de os fatores individuais não-observados serem correlacionados com os regressores, tomando por base hipóteses restritas de que o intercepto e o coeficiente angular são comuns.

A abordagem pelo Efeito Fixo, de acordo com Gujarati (2006), consiste em um modo de considerar a individualidade de cada empresa da amostra ou de cada ano em específico. Nesta abordagem os interceptos variam para cada empresa e são constantes ao longo do tempo analisado. O autor esclarece ainda que, neste modelo, os coeficientes podem variar de indivíduo para indivíduo ou no tempo, mesmo que permaneçam como constantes fixas.

Segundo Ribeiro (2009), no modelo de Efeitos Fixos as diferenças entre as empresas são captadas na parte constante, que é diferente de indivíduo para indivíduo, trabalhando, portanto, com os pressupostos de que os interceptos variam entre os indivíduos e apresentam-se constantes ao longo do tempo. Moreira (2009) reforça que neste modelo os interceptos variam para cada variável e são constantes ao longo do tempo e que, por outro lado, os coeficientes angulares da regressão não variam entre as variáveis nem ao longo do tempo.

Por fim, segundo Moreira (2009), a abordagem de efeitos aleatórios parte da hipótese de que os efeitos individuais fixos no tempo não são correlacionados com os estimadores ao longo do tempo. Sendo assim, os métodos para a eliminação desses efeitos tornam-se ineficientes. O autor explica que o modelo de efeitos aleatórios trata os interceptos como variáveis aleatórias, considerando que as empresas são amostras aleatórias de uma população maior de empresas e que as diferenças individuais no intercepto de cada período de cada empresa se refletem no termo de erro.

4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Neste capítulo são apresentados os principais resultados quanto ao desempenho das companhias na perspectiva dos indicadores contábeis e na perspectiva do Q de Tobin, bem como os graus de otimismo dos gestores presentes nos discursos avaliados. Por fim, são descritas e analisadas as associações entre os graus de otimismo e os indicadores de desempenho das companhias.

4.1 INDICADORES DE DESEMPENHO DAS COMPANHIAS

Os indicadores de Liquidez, Endividamento, Rentabilidade e o Q de Tobin calculados para as 74 (setenta e quatro) empresas da amostra são apresentados no ANEXO VIII. Em análise inicial, verificou-se que os valores dos indicadores são muito discrepantes para alguns anos de algumas empresas, podendo caracterizar-se como *outliers*. Para identificá-los, a média e o desvio-padrão de cada indicador de desempenho foram calculados, conforme a Tabela 5.

Indicador	Média	Desvio-Padrão (DP)	3 DPs	Limite Mínimo	Limite Máximo
Q	4,80	34,27	102,82	-98,02	107,62
LI	0,67	0,89	2,68	-2,01	3,35
LS	1,61	1,15	3,45	-1,84	5,07
LG	1,32	1,28	3,85	-2,52	5,17
LC	2,05	1,38	4,15	-2,10	6,19
ED	2,15	12,47	37,42	-35,28	39,57
CE	0,47	0,20	0,60	-0,13	1,07
GA	0,79	0,53	1,58	-0,79	2,37
ML	-0,03	1,81	5,42	-5,45	5,39
RPL	0,22	1,69	5,07	-4,84	5,29
RAT	0,04	0,27	0,81	-0,78	0,85

Legenda: Q de Tobin (Q); Liquidez Imediata (LI); Liquidez Seca (LS); Liquidez Geral (LG); Liquidez Corrente (LC); Endividamento (ED); Composição do Endividamento (CE); Giro do Ativo (GA); Margem Líquida (ML); Rentabilidade do Patrimônio Líquido (RPL); Rentabilidade do Ativo (RAT).

Tabela 5 – Cálculos para Identificação de *Outliers* – Desempenho

Fonte: elaborado pelo autor.

Os valores de Limite Mínimo e Limite Máximo apresentados na Tabela 5 foram calculados subtraindo-se da média três desvios-padrões e somando-se à média três desvios-padrões, respectivamente. Estes limites permitem identificar as observações consideradas *outliers* para cada indicador. As observações com valores abaixo do limite mínimo, bem como as observações com valores acima do limite máximo são consideradas *outliers*.

Por meio desse procedimento, identificou-se quinze empresas com uma ou mais observações consideradas *outliers*. Por distorcerem a amostra, estas observações foram eliminadas e, para manter a base de dados balanceada, as demais observações destas quinze empresas também foram eliminadas. O Quadro 7 apresenta a relação de empresas que revelaram ao menos um *outlier* e, portanto, foram excluídas da amostra.

Empresas com <i>Outliers</i>	Setor
BR Malls Par	Outros
Brasilagro	Agro e Pesca
Caf Brasília	Alimentos e Beb.
Cr2	Construção
Cremer	Têxtil
Eztec	Construção
Ferbasa	Siderurgia e Met.
Grendene	Têxtil
Iguatemi	Outros
JBS	Alimentos e Beb.
Lopes Brasil	Outros
Paranapanema	Siderurgia e Met.
Profarma	Comércio
Tupy	Veículos e Peças
Unipar	Química

Quadro 7 – Empresas que Apresentaram *Outliers*

Fonte: elaborado pelo autor.

Após excluídas as observações das empresas consideradas *outliers* restaram 59 (cinquenta e nove) empresas, ou seja, 295 (duzentas e noventa e cinco) observações (cinquenta e nove empresas vezes anos) na amostra. Em seguida, considerando que os valores dos indicadores podem variar conforme características das empresas como tamanho ou setor, decidiu-se estandarizar os dados para eliminar o efeito escala. Para tanto, calculou-se os *Z-Scores* das observações. Estes scores foram calculados conforme a Equação 4.

(4)

$$Z = \frac{x - \mu}{\sigma}$$

Em que,

x é o valor da observação;

μ é a média do indicador; e

σ é o desvio-padrão do indicador.

O cálculo dos Z-Scores realizado por meio da Equação 4 faz com que cada variável (indicador) passe a apresentar média zero e desvio-padrão igual a um. Assim, os dados ficam mais comparáveis mesmo possuindo empresas de diversos tamanhos e setores da economia. Em seguida, buscou-se analisar os indicadores considerando setores. Assim, a Tabela 5 relaciona a quantidade de empresas e de observações a setores.

Setor	Quantidade de Empresas	Quantidade de Observações
Agro e Pesca	2	10
Alimentos e Bebidas	4	20
Comércio	5	25
Construção	6	30
Eletroeletrônicos	1	5
Energia Elétrica	10	50
Mineração	1	5
Minerais não Metálicos	1	5
Outros	12	60
Papel e Celulose	1	5
Petróleo e Gás	2	10
Química	1	5
Siderurgia & Metalurgia	3	15
Software e Dados	1	5
Telecomunicações	2	10
Têxtil	1	5
Transporte	3	15
Veículos e Peças	3	15
Total Geral	59	295

Tabela 6 – Quantidades de Empresas e Observações por Setor

Fonte: elaborado pelo autor.

A composição da amostra apresentada na Tabela 6 revela a variedade de setores, sendo que poucos deles contam com um grande número de empresas e observações. Apenas os setores de Construção, Energia Elétrica e Outros possuem 30 observações ou mais. Portanto, optou-se por realizar Análises de Conglomerados, agrupando as observações da amostra de acordo com seus indicadores de desempenho. Esta análise foi realizada para possibilitar posteriormente a inclusão de *dummies* por conglomerado – e não *dummies* por setor – nos modelos da Análise de Dados em Panel.

A Análise de Conglomerados ou *Cluster Analysis* consiste em uma técnica de análise multivariada cujo objetivo é reunir objetos baseando-se em suas características (CORRAR; PAULO; DIAS FILHO, 2009). Dessa forma é possível reunir em determinado conglomerado objetos mais parecidos entre si do que objetos pertencentes a outros conglomerados.

Por meio *software* SPSS®18.0 a Análise de Conglomerados dos Z-Scores foi realizada utilizando-se o método não hierárquico *K-Means Cluster Analysis*. A quantidade de conglomerados arbitrada foi de três para a posterior realização da Análises de Dados em Panel com *dummies* relacionadas a três conglomerados. Assim, o *software* apresentou 89 (oitenta e nove) observações no conglomerado 1, 138 (cento e trinta e oito) no conglomerado 2 e 68 (sessenta e oito) no conglomerado 3. A Tabela 7 apresenta os resultados iniciais.

Indicador	Cluster		Error		F	Sig.
	Mean Square	df	Mean Square	df		
Q	0,1804	2	0,0294	292	6,1386	0,0024
LI	12,6865	2	0,1857	292	68,3112	0,0000
LS	18,8414	2	0,1704	292	110,5552	0,0000
LG	9,0744	2	0,1730	292	52,4407	0,0000
LC	26,8302	2	0,1573	292	170,6157	0,0000
ED	0,1720	2	0,0646	292	2,6609	0,0716
CE	66,6410	2	0,4399	292	151,5018	0,0000
GA	64,2782	2	0,3300	292	194,8036	0,0000
ML	0,0046	2	0,0066	292	0,7022	0,4963
RPL	0,2934	2	0,0458	292	6,4022	0,0019
RAT	1,8948	2	0,0950	292	19,9371	0,0000

Legenda: Q de Tobin (Q); Liquidez Imediata (LI); Liquidez Seca (LS); Liquidez Geral (LG); Liquidez Corrente (LC); Endividamento (ED); Composição do Endividamento (CE); Giro do Ativo (GA); Margem Líquida (ML); Rentabilidade do PL (RPL); Rentabilidade do Ativo (RAT).

Tabela 7 – Teste ANOVA da Análise Inicial de Conglomerados

Fonte: *software* SPSS®18.0.

O método não hierárquico *K-Means*, realizado por meio do *software* SPSS®, inicia por uma partição inicial das observações nos três conglomerados previamente definidos e, em seguida, procede com a transferência das observações para o conglomerado cujo centróide está mais próximo.

Observando as informações apresentadas na Tabela 7 pode-se concluir quais indicadores deve ser excluídos da próxima Análise de Conglomerados. Se um dos indicadores discriminar bastante entre os conglomerados, então a variabilidade deste (dada pela coluna *Cluster Mean Square*) entre os conglomerados deve de ser elevada e, dentro do próprio conglomerado deve ser diminuta (dada pelo *Error Mean Square*). Deste modo, as variáveis que mais contribuem para a definição conglomerados são aquelas com maior *Cluster Mean Square* e menor *Error Mean Square*, isto é, as que apresentam um maior valor de F.

Assim, também com base na significância (Sig.) apresentada Tabela 7, concluiu-se que os indicadores ED e ML não devem compor a segunda Análise de Conglomerados. Também utilizando-se do *software* SPSS® realizou-se a segunda Análise de Conglomerados. Nesta, o conglomerado 1 foi composto por 90 (noventa) observações, o conglomerado 2 por 151 e o 3 por 54 observações. A Tabela 8 apresenta os resultados.

Indicador	Cluster		Error		F	Sig.
	Mean Square	df	Mean Square	Df		
Q	0,2373	2	0,0290	292	8,1856	0,0003
LI	13,3906	2	0,1809	292	74,0244	0,0000
LS	19,1589	2	0,1683	292	113,8709	0,0000
LG	8,1648	2	0,1793	292	45,5447	0,0000
LC	25,2173	2	0,1683	292	149,8335	0,0000
CE	66,7328	2	0,4392	292	151,9279	0,0000
GA	64,2158	2	0,3304	292	194,3630	0,0000
RPL	0,3229	2	0,0456	292	7,0765	0,0010
RAT	1,9472	2	0,0947	292	20,5670	0,0000

Legenda: Q de Tobin (Q); Liquidez Imediata (LI); Liquidez Seca (LS); Liquidez Geral (LG); Liquidez Corrente (LC); Composição do Endividamento (CE); Giro do Ativo (GA); Rentabilidade do Patrimônio Líquido (RPL); Rentabilidade do Ativo (RAT).

Tabela 8 – Teste ANOVA da Análise Final de Conglomerados

Fonte: *software* SPSS®18.0.

Após eliminar da análise os indicadores que haviam apresentado nível de significância superior a 0,05, o *software* SPSS® apresentou nova distribuição das

observações entre os conglomerados. Além disso, todos os indicadores mantidos apresentaram nível de significância abaixo de 0,05 e, portanto, não foi preciso realizar nova rodada da Análise de Conglomerados. A composição analítica de cada conglomerado é apresentada no ANEXO IX.

4.2 OTIMISMO PRESENTE NOS DISCURSOS

Os graus médios de otimismo atribuídos às mensagens dos gestores das 74 (setenta e quatro) empresas da amostra ao longo dos 5 anos analisados (2007-2011), são apresentados no ANEXO X. A análise inicial dos valores de otimismo obtidos foi feita no sentido de buscar *outliers*, assim como foi feito para os indicadores de desempenho. Para identificá-los, a média e o desvio-padrão do grau de otimismo de cada nível linguístico, de cada instância linguística e do grau de otimismo da mensagem como um todo foram calculados, conforme a Tabela 9.

Nível/ Instância/ Mensagem	Média	Desvio- Padrão (DP)	3 DPs	Limite Mínimo	Limite Máximo
P	7,19	0,81	2,43	4,76	9,63
SI	6,66	0,83	2,49	4,16	9,15
IP	6,78	1,14	3,41	3,36	10,19
IT	6,88	0,58	1,75	5,13	8,62
IE	6,66	0,48	1,45	5,21	8,10
AL	6,05	0,79	2,38	3,67	8,43
AI	6,24	0,77	2,32	3,91	8,56
AP	6,71	0,36	1,07	5,64	7,78
IC	6,93	0,62	1,87	5,06	8,80
II	6,77	0,48	1,45	5,32	8,22
IA	6,33	0,44	1,33	5,00	7,66
O	6,68	0,39	1,16	5,51	7,84

Legenda: Pressupostos (P); Significados Implícitos (SI); Indicadores de Pessoa (IP); Indicadores de Tempo (IT); Indicadores de Espaço (IE); Atos Locutórios (AL); Atos Illocutórios (AI); Atos Perlocutórios (AP); Instância Conversacional (IC); Instância Indexical (II); Instância Acional (IA); Otimismo da Mensagem (O).

Tabela 9 – Cálculos para Identificação de *Outliers* – Otimismo

Fonte: elaborado pelo autor.

Assim como o procedimento adotado na análise dos indicadores de desempenho, para os graus de otimismo também verificou-se se haviam

observações a serem consideradas *outliers*. Entretanto, diferentemente do que ocorreu com os indicadores, não houve observações de graus de otimismo maiores do que os limites máximos e nem menores do que os limites mínimos. Assim, as observações de graus de otimismo puderam ser mantidas para as 59 (cinquenta e nove) empresas que tiveram seus indicadores de desempenho considerados.

Em seguida, os graus de otimismo das mensagens também foram estandarizados para seguir o mesmo padrão do que foi feito com os indicadores de desempenho. Assim, as observações de graus de otimismo das mensagens como um todo também foram convertidas em *Z-Scores*, conforme a Equação 4. Desta forma, a base de dados contou com 59 (cinquenta e nove) empresas, ou seja, 295 (duzentas e noventa e cinco) observações para verificação de associação entre otimismo e desempenho por meio de *Z-Scores*.

De forma geral, nota-se que todas as mensagens possuem ao menos algum grau de otimismo. Esta evidência é notada desde a análise prévia dos RAs (para montagem do questionário das rodadas *Delphi*), também é notada pela avaliação dos trechos de mensagens por parte dos especialistas e, por fim, na análise final de todas as mensagens sob a perspectiva da ADC, a qual gerou grau de otimismo médio de 6,676 – em uma escala de 0 a 10 – para o conjunto de mensagens das 74 (setenta e quatro) empresas analisadas.

Considerando apenas as 295 (duzentas e noventa e cinco) observações das 59 (cinquenta e nove) empresas mantidas para verificação de associação com o desempenho, a média de otimismo das mensagens foi de 6,680. Esta média não mudou muito pois a redução da amostra ocorreu por decorrência de *outliers* relacionados aos indicadores de desempenho e não aos graus de otimismo.

4.3 ASSOCIAÇÕES ENTRE DESEMPENHO E OTIMISMO

Para analisar qual é a associação entre o otimismo dos gestores reportado nos RAs das companhias e o desempenho calculado por meio de indicadores contábeis e por meio do Q de Tobin, realizou-se inicialmente correlações de *Pearson*. Os resultados são apresentados na Tabela 10.

Indicadores	Graus de Otimismo			
	<i>Pearson Correlation</i>	<i>Sig. (2-tailed)</i>	<i>Covariance</i>	<i>N</i>
Q	-0,1594	0,00608	-0,0269	295
LI	-0,0255	0,66246	-0,0129	295
LS	0,0037	0,94895	0,0020	295
LG	-0,0622	0,28684	-0,0291	295
LC	-0,0229	0,69500	-0,0129	295
ED	-0,0121	0,83568	-0,0030	295
CE	-0,1312	0,02417	-0,1198	295
GA	-0,0332	0,57007	-0,0281	295
ML	0,2345	0,00005	0,0184	295
RPL	0,0491	0,40115	0,0103	295
RAT	0,1995	0,00057	0,0632	295

Legenda: Q de Tobin (Q); Liquidez Imediata (LI); Liquidez Seca (LS); Liquidez Geral (LG); Liquidez Corrente (LC); Composição do Endividamento (CE); Giro do Ativo (GA); Rentabilidade do Patrimônio Líquido (RPL); Rentabilidade do Ativo (RAT).

Tabela 10 – Correlações entre Otimismo e Indicadores de Desempenho

Fonte: software SPSS®.

A Tabela 10 apresenta correlações entre os graus de otimismo das mensagens dos gestores e os indicadores Q de Tobin, Composição do Endividamento, Margem Líquida e Rentabilidade do Ativo, a níveis de significância inferiores a 0,05. A correlação do Q de Tobin com o grau de otimismo dos gestores apresentou-se significativa porém negativa, a princípio confirmando a hipótese nula de que não há associação direta entre o otimismo e o desempenho avaliado por meio do Q de Tobin, o que por consequência refuta a hipótese alternativa $H_{1,2}$ formulada.

Entretanto, assim como era de se esperar, a correlação da Composição do Endividamento apresentou-se negativa, sugerindo associação inversa entre o otimismo e este indicador. Em relação aos indicadores Margem Líquida e Rentabilidade do Ativo também observou-se o sinal esperado, desta vez positivo.

Sendo assim, por meio desta análise inicial, as hipóteses alternativas **H_{1,7}**, **H_{1,9}** e **H_{1,11}** formuladas ficam a princípio confirmadas. As demais hipóteses são refutadas.

Em seguida foi utilizado o *software* Gretl para análise por meio da abordagem dos dados em painel. Após importar os dados, o primeiro passo foi rodar um modelo de regressão (MQO) comum. Inicialmente, testando um modelo com todos os indicadores de desempenho frente ao otimismo, apenas o Q de Tobin e o indicador de Composição do Endividamento apresentaram-se significantes (0,0285 e 0,0185, respectivamente) com correlações respectivas de -0,8128 e -0,2667.

Em seguida, os indicadores com graus de significância muito altos foram eliminados pois contaminavam o modelo. Assim, foi rodado um modelo considerando apenas os indicadores que apresentaram inicialmente altas correlações e baixos níveis de significância em relação ao grau de otimismo, ou seja: Q, CE, ML e RAT. Para este modelo apenas o indicador ML não apresentou significância a um nível de 0,05. O Q de Tobin apresentou coeficiente -0,928 a um nível de significância de 0,0125; o indicador CE apresentou coeficiente 0,200 a um nível de significância de 0,0015; e o indicador RAT apresentou coeficiente 0,555 a um nível de significância de 0,0403.

Entretanto, na abordagem dos dados em painel, é preciso realizar diagnósticos para detectar se os dados constituem-se apenas em um MQO agrupado (*Pooled*), ou se de fato tratam-se de dados em painel com efeitos fixos ou com efeitos aleatórios.

Assim, após rodar o MQO e obter as referidas significâncias, realizou-se o Teste F, o qual apresenta a significância conjunta da diferenciação das médias de grupo. Os resultados obtidos foram: $F(4, 286) = 4,26784$ com p-valor 0,00227145. Desta forma, com um p-valor inferior a 0,05, contraria-se a hipótese nula de que o modelo MQO agrupado (*Pooled*) é adequado, validando a hipótese alternativa da existência de efeitos fixos.

Em seguida, o modelo de efeitos fixos foi rodado e realizado o teste de *Hausmann*, que apresentou o p-valor apresentado foi de 0,00107669, apontando que o modelo adequado é o que considera os efeitos fixos. Por fim, realizou-se o teste de *Breusch-Pagan*, por meio do qual obtiveram-se os seguintes resultados: $LM = 12,2402$ com p-valor = 0,000467711. Como o p-valor também foi inferior a 0,05, contraria-se a hipótese nula de que o modelo MQO agrupado (*Pooled*) é adequado, validando a hipótese alternativa da existência de efeitos aleatórios.

Assim, na abordagem dos dados em painel, entre o modelo de efeitos fixos e de efeitos aleatórios, o modelo de efeitos aleatórios é preterido. Desta forma, o modelo de associação entre otimismo e desempenho apresenta-se na Tabela 11.

	Coeficiente	erro padrão	razão-t	p-valor	
const	-0,141988	0,061529	-2,308000	0,021700	**
Q	-0,955221	0,307655	-3,105000	0,002100	***
CE	-0,220690	0,059375	-3,717000	0,000200	***
RA	0,777523	0,170856	4,551000	0,000008	***

Tabela 11 – Modelo de Regressão 1 com Dados em Painel

Fonte: *software* Gretl.

Em seguida, buscou-se aprimorar o modelo incluindo as variáveis *dummies* geradas pela Análise de Conglomerados. Assim, os mesmos procedimentos foram realizados, entretanto as *dummies* incluídas como variáveis independentes no modelo não apresentaram-se significativas, o que sugere que os conglomerados gerados não ajudam a explicar a associação entre o otimismo e o desempenho.

Sendo assim, os achados apresentados possibilitam inferir que o bom desempenho contábil das companhias, ou seja, maiores indicadores de Rentabilidade do Ativo e menores indicadores de Composição do Endividamento, estão associados ao otimismo dos gestores das companhias apresentado em suas mensagens reportadas nos RAs. Em outras palavras, o otimismo dos gestores está associado diretamente à rentabilidade do ativo das companhias e inversamente associado à composição do endividamento. Em relação ao desempenho de mercado, os achados vão de encontro ao que se esperava já que o Q de Tobin apresentou-se associado inversamente ao otimismo dos gestores.

5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

O objetivo do estudo consistiu em analisar a associação entre o otimismo dos gestores apresentado em suas mensagens expressas por meio dos Relatórios da Administração (RAs) e o desempenho das companhias listadas na BM&FBOVESPA de 2007 a 2011. Para avaliar o otimismo dos gestores utilizou-se a Análise do Discurso Crítica segregada em intâncias linguísticas e estas em níveis de análise.

5.1 CONCLUSÕES

O objetivo da pesquisa consistiu em analisar a associação entre o otimismo dos gestores apresentado em suas mensagens expressas por meio dos Relatórios da Administração (RAs) e o desempenho das companhias listadas na BM&FBOVESPA de 2007 a 2011. Para avaliar o otimismo dos gestores utilizou-se a Análise do Discurso Crítica segregada em intâncias linguísticas e estas em níveis de análise.

Entretanto, primeiramente a submeteu-se modelos de mensagens otimistas para especialistas avaliarem o grau de otimismo destas por meio de rodadas *Delphi*, as quais buscaram um consenso de opiniões. Após os resultados das rodadas terem sido compilados, foram utilizados como modelo para avaliação da seção “Mensagem aos Acionistas” constante nos demais RAs coletados. O desempenho das companhias, por sua vez, foi avaliado por meio de indicadores contábeis clássicos e pelo Q de Tobin, o qual foi calculado por meio da *proxy* de Chung e Pruitt (1994).

Após a realização da análise de dados em painel, constatou-se associação inversa significativa entre o otimismo dos gestores e o indicador de Composição do Endividamento e associação direta significativa entre o otimismo e o indicador de Rentabilidade do Ativo. Além disso, o Q de Tobin mostrou-se inversamente associado ao otimismo.

Estes achados revelam indícios de que otimismo dos gestores possui duas vertentes, já que é impactado de um modo pelo desempenho contábil e de outro pelo desempenho de mercado. Entende-se que o desempenho de mercado desfavorável está atrelado a discursos mais otimistas possivelmente pois os gestores buscam tirar o foco do mau desempenho, atribuí-los ao ambiente externo ou a causas sobre as

quais não exercem controle. Dessa forma, agem no sentido de naturalizar os impactos negativos do desempenho e com isso tranquilizar o mercado.

5.2 RECOMENDAÇÕES PARA PESQUISAS FUTURAS

Recomenda-se para pesquisas futuras a seleção de um ou poucos setores apenas para análise e por um período de tempo mais longo, visto que as peculiaridades inerentes a cada setor podem impactar a análise de desempenho avaliada por meio de indicadores contábeis. Quanto ao desempenho de mercado, sugere-se a busca de outra proxy, que não a proposta por Chung e Pruitt (1994) para cálculo do Q de Tobin.

Por fim, quanto à análise interpretativista e hipotético-dedutiva realizada para avaliação do otimismo dos gestores, ressalta-se que esta está atrelada ao viés do pesquisador, ainda que tenham sido tomados cuidados para minimizar este impacto de opinião.

REFERÊNCIAS

- ABRAHAMSON, E.; PARK, C. Concealment of negative organizational outcomes: an agency theory perspective. **Academy of Management Journal**, v. 37, n. 5, p. 1302-1334. 1994.
- ALICKE, M. D.; KLOTZ, M. L.; BREITENBECHER, D. L.; YURAK, T. J.; VREDENBURG, D. S. Personal contact, individuation, and the better-than-average effect. **Journal of Personality and Social Psychology**, Washington, American Psychological Association, v. 68, n. 5, p. 804-825. May. 1995.
- ANDRADE, P. C. **O Comportamento do Investimento Agregado no Brasil – 1960-1987**. 1987. 191 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Departamento de Economia da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.
- ASSAF NETO, A. **Estrutura e Análise de Balanços**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- AUSTIN, J. L. **How to Do Things with Words**. New York: Oxford University Press, 1965.
- BALTAGI, B. H. **Econometric Analysis of Panel Data**. New York: John Wiley, 1996.
- BEDFORD, N. M.; BALADOUNI, V. A Communication Theory Approach to Accountancy, **Accounting Review**, v. 37, n. 4, p. 650-659. Oct. 1962.
- BERLO, D. K. **O Processo da Comunicação**: introdução à teoria e à prática. 9. ed. São Paulo: Martins Fontes, 1999.
- BEUREN, I. M.; GRANDE, J. F. Mudanças de Práticas de Contabilidade Gerencial Identificadas na Análise de Discurso Crítica dos RA de Empresas Familiares. *In*: Congresso USP de Contabilidade e Controladoria, 9, 2009, São Paulo, **Anais...** São Paulo, 2009. Disponível em: <http://www.congressousp.fipecafi.org/artigos92009/335.pdf>. Acesso em: 22 set. 2012.
- BEZERRA, F. A.; CORRAR, L. J. Utilização da Análise Fatorial na Identificação dos Principais Indicadores para a Avaliação do Desempenho Financeiro: uma aplicação nas empresas de Seguro. **Revista de Contabilidade & Finanças – RCF**, São Paulo, Ano XVII, v. 1, n. 42, p. 50-62. Set./Dez. 2006.
- BM&FBOVESPA – BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS. **Busca de Corretoras**. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/shared/iframe.aspx?altura=1000&idioma=pt-br&url=http://vitrinecorretoras.bvmf.com.br>. Acesso em: 09 mar. 2012.
- BM&FBOVESPA – BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS. **Cotações Históricas**. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/shared/iframe.aspx?idioma=pt-br>

[br&url=http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/cotacoes-historicas/FormSeriesHistoricas.asp](http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/cotacoes-historicas/FormSeriesHistoricas.asp)>. Acesso em: 18 ago. 2012.

BM&FBOVESPA – BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS. **Dados da Empresa**. Disponível em:

<<http://www.rad.cvm.gov.br/ENETCONSULTA/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?NumeroSequencialDocumento=15024&CodigoTipoInstituicao=2>>. Acesso em: 19 ago. 2012.

BM&FBOVESPA – BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS.

Empresas Listadas. Disponível em: < <http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresas-listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 19 ago. 2012.

BOGONI, N. M.; ZONATTO, V. C. S.; ISHIKURA, E. R.; FERNANDES, F. C. Proposta de um Modelo de Relatório de Administração para o Setor Público Baseado no Parecer de Orientação nº 15/87 da Comissão de Valores Mobiliários: um instrumento de governança corporativa para a administração pública. **Revista de Administração Pública**, v. 44, n. 1, p. 119-142. Jan./Fev. 2010.

BOO, E.; SIMNETT, R. The information content of management's prospective comments in financially distressed companies: a note. **Abacus**, v. 38, n. 2, p. 280-295. Jun. 2002.

BRASIL. **Lei nº. 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm>. Acesso em: 13 out. 2012.

BROWN, A. D. Narcissism, identity, and legitimacy. **Academy of Management Review**, v. 22, n. 3, p. 643-686. 1997.

BRYAN, S. H. Incremental information content of required disclosures contained in management discussion and analysis. **The Accounting Review**, v. 72, n. 2, p. 285-301. 1997.

CARTER, S. M.; DUKERICH, J. M. Corporate responses to changes in reputation. **Corporate Reputation Review**, v. 1, p. 250-270. 1998.

CHOULIARAKI, L.; FAIRCLOUGH, N. **Discourse in Late Modernity**: rethinking critical discourse analysis. Edimburgo: Edinburgh University Press, 1999.

CHUNG, K. H.; PRUITT, S. W. A Simple Approximation of Tobin's Q. **Financial Management**, v. 23, n. 3, p. 70-74. 1994.

CNPq – CONSELHO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO CIENTÍFICO E TECNOLÓGICO. **Relação de Cursos Recomendados e Reconhecidos – Administração**. Disponível em:

<<http://conteudoweb.capes.gov.br/conteudoweb/ProjetoRelacaoCursosServlet?acao=pesquisarles&codigoArea=60200006&descricaoArea=CI%CANCIAIS+SOCIAIS+APLICADAS&descricaoAreaConhecimento=ADMINISTRA%C7%C3O&descricaoAreaAvaliacao=ADMINISTRA%C7%C3O%2C+CI%CANCIAIS+CONT%C1BEIS+E+TURISMO>>. Acesso em: 13 dez. 2012.

CNPq – CONSELHO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO CIENTÍFICO E TECNOLÓGICO. **Relação de Cursos Recomendados e Reconhecidos – Linguística**. Disponível em:

<<http://conteudoweb.capes.gov.br/conteudoweb/ProjetoRelacaoCursosServlet?acao=pesquisarles&codigoArea=80100007&descricaoArea=LING%DC%CDSTICA%2C+LETRAS+E+ARTES+&descricaoAreaConhecimento=LING%DC%CDSTICA&descricaoAreaAvaliacao=LETRAS+%2F+LINGU%CDSTICA>>. Acesso em: 13 dez. 2012.

COLAUTO, R. D. **Metodologia para Evidenciar a Influência de Accruals no Lucro Contábil por meio da Demonstração de Origens e Aplicações de Recursos**. 2005. 428 f. Tese (Doutorado em Engenharia de Produção) – Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção da Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis.

COLAUTO, R. D.; MARQUES, V. A. Influência do discurso otimista do relatório de administração no valor de mercado de companhias brasileiras. **RC&C – Revista de Contabilidade e Controladoria**, v. 2, n. 1, p. 101-139. Jan./abr. 2010.

COLAUTO, R. D.; NOGUEIRA, I. V.; LAMOUNIER, W. M. Q de Tobin e indicadores financeiros tradicionais em companhias siderúrgicas com ações na Bovespa e Nyse. **Revista Enfoque: Reflexão Contábil**, UEM – Paraná, v. 28, n. 3, p. 09-23. Set./dez. 2009.

CONAWAY, R. N.; WARDROPE, W. J. Do their words really matter? Thematic analyses of U.S. and Latin CEO letters. **Journal of Business Communication**, v. 47, n. 2, p. 141-168. 2010.

CORRAR, L. J.; PAULO, E.; DIAS FILHO, J. M. **Análise Multivariada**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

CPC – COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Pronunciamento Conceitual Básico (R1) – Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro**. Aprovado em 02 de dezembro de 2011. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/pdf/CPC00_R1.pdf>. Acesso em: 20 set. 2012.

CUNHA, J. V. A.; RIBEIRO, M. S. Divulgação Voluntária de Informações de Natureza Social: um estudo nas empresas brasileiras. **Revista de Administração – Eletrônica**, São Paulo, v. 1, n. 1, art. 6, p. 1-23. Jan./jun. 2008.

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Parecer de Orientação nº. 15, de 28 de dezembro de 1987**. Disponível em: <<http://www.portaldecontabilidade.com.br/cvm/parecercvm151987.htm>>. Acesso em: 28 jun. 2012.

CZESNAT, A. F. O. **Responsabilidade Socioambiental**: legitimação por meio dos relatórios da administração das empresas de telecomunicações listadas na BOVESPA. 2009. 166 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Regional de Blumenau, Blumenau. Disponível em: <http://www.bc.furb.br/docs/DS/2009/342275_1_1.pdf>. Acesso em: 04 ago. 2012.

DAVIS, A. K.; PIGER, J. M.; SEDOR, L. M. Beyond the Numbers: an analysis of Optimistic and Pessimistic language in earnings press releases [Working Paper Series]. **Federal Reserve Bank of St. Louis** – Research Division, Saint Louis, MO. Jan. 2006.

DIAS FILHO, J. M. A Linguagem Utilizada na Evidenciação Contábil: uma análise de sua compreensibilidade à luz da Teoria da Comunicação. **Caderno de Estudos FIECAFI**, v.13, n.24, p.38-49, São Paulo. Jul./dez. 2000.

DIAS FILHO, J. M. **Características Qualitativas da Informação Contábil: O Problema da Compreensibilidade à Luz da Teoria Semiótica e da Comunicação**. 2001. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.

DIAS FILHO, J. M.; NAKAGAWA, M. Análise do Processo da Comunicação Contábil: Uma Contribuição para a Solução de Problemas Semânticos, Utilizando Conceitos da Teoria da Comunicação. **Revista Contabilidade & Finanças – USP**, São Paulo, FIECAFI, v.15, n. 26, p. 42-57. Mai/ago. 2001.

DYE, R. Evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdam, v. 32, n. 1-3, p. 181-235. 2001.

EPSTEIN, I. **Teoria da Informação**. 2. ed. São Paulo: Ática, 1988.

FAIRCLOUGH, N. **Critical Discourse Analysis: papers in the critical study of language**. New York: Longman, 1995.

FAIRCLOUGH, N. El análisis Crítico Del Discurso como Método para la Investigación en Ciencias Sociales. In: WODAK, R.; MEYER, M. (Eds.). **Métodos de Análisis Crítico del Discurso**. Barcelona: Gedisa, 2003, p. 179-203.

FAMÁ, R; BARROS, L. B. C. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 7, n. 4, p. 27-43. 2000.

FERREIRA, A. B. H. **Mini Aurélio: o dicionário da língua portuguesa**. 7. ed. Curitiba: Positivo, 2008.

GARTNER, I. R. Modelagem multiatributos aplicada à avaliação do desempenho econômico-financeiro de empresas. **Revista Pesquisa Operacional**, v. 30, n. 3, p. 619-636. Set./dez. 2010.

GERVAIS, S.; ODEAN, T. Learning to be overconfident. **Review of Financial Studies**, v. 14, n. 1, p. 1-27. 2001.

GIL, A. C. **Métodos e Técnicas de Pesquisa Social**. São Paulo: Atlas, 1999.

GINZEL, L. E.; KRAMER, R. M.; SUTTON, R. I. Organizational impression management as a reciprocal influence process: the neglected role of the

organizational audience. **Research in Organizational Behavior**, v. 15, p. 227-266. 1993.

GOULART, A. M. C. **Evidenciação Contábil do Risco de Mercado por Instituições Financeiras no Brasil**. 2003. 201 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-08122003-122400/pt-br.php>. Acesso em: 23 jun. 2012.

GUJARATI, D. **Econometria Básica**. Tradução de Maria José Cyhlar Monteiro. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

HAIR JR., J. F.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L.; BLACK, W. C. **Multivariate data analysis**. 5. ed. New Jersey: Prentice Hall, 1998.

HENDRIKSEN, E. S.; BREDAS, M. F. V. **Teoria da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2010.

IUDÍCIBUS, S. **Teoria da Contabilidade**. 10 ed. São Paulo: Atlas, 2010.

IUDÍCIBUS, S.; LOPES, A. B. **Teoria Avançada da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2004.

IUDÍCIBUS, S.; MARTINS, E.; GELBCKE, E. R.; SANTOS, A. **Manual de Contabilidade Societária** – aplicável a todas as sociedades. São Paulo: Atlas, 2010.

KAMMLER, E. L.; ALVES, T. W. Análise da capacidade explicativa do investimento pelo “q” de Tobin em empresas brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração de Empresas – eletrônica**, São Paulo, v. 8, n. 2, art. 12. Jul./dez. 2009.

KLACZYNSKI, P. A.; FAUTH, J. M. Intellectual ability, rationality, and intuitiveness as predictors of warranted and unwarranted optimism for future life events. **Journal of Youth and Adolescence**, New York: Springer, v. 25, n. 6, p. 55-73. Dec. 1996.

KOS, S. R. **O Conteúdo Informacional do Relatório da Administração e o Desempenho das Empresas Brasileiras do IBOVESPA**. 2011. 155 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Programa de Pós-Graduação em Contabilidade do Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná, Curitiba. Disponível em: <http://www.ppgcontabilidade.ufpr.br/system/files/documentos/Dissertacoes/D059.pdf>. Acesso em: 22 jun. 2012.

LANZANA, A. P. **Relação entre Disclosure e Governança Corporativa das Empresas Brasileiras**. 2004. 165 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-11022005-094807/pt-br.php>. Acesso em: 24 jan. 2012.

LAVOIE, D. The accounting of interpretations and the interpretation of accounts: the communicative function of "the language of business". **Accounting, Organizations and Society**, v. 12, n. 6, p. 579-604. Jun. 1987.

LEWELLEN, W. G.; BADRINATH, S. G. On the Measurement of Tobin's Q. **Journal of Financial Economics**, v. 44, n. 1, p. 77-122. Apr. 1997.

LEWIS, M. W.; GRIMES, A. J. Metatriangulation: building theory from multiple paradigms. **The Academy of Management Review**, Mississippi State, University of Kentucky, v. 24, n. 4, p. 672-690. Oct. 1999.

LINDENBERG, E. B.; ROSS, S. A. Tobin's q Ratio and Industrial Organization. **The Journal of Business**, v. 54, n. 1, p. 1-32. Jan. 1981.

LYRA, R. L. W. C. **Análise Hierárquica dos Indicadores Contábeis sob a Óptica do Desempenho Empresarial**. 2008. 171 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-12012009-182631/pt-br.php>. Acesso em: 04 ago. 2012.

LYRA, R. L. W. C.; CORRAR, L. J. A Percepção dos Docentes quanto aos Indicadores Contábeis: um estudo exploratório utilizando a técnica Delphi. *In*: Congresso da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – ANPCONT, 3, 2009, São Paulo, **Anais...** São Paulo, 2009. CD-ROM.

MACEDO, M. A. S.; CORRAR, L. J. Análise do desempenho contábil-financeiro de seguradoras no Brasil no ano de 2007: um estudo apoiado em análise hierárquica (AHP). *In*: Congresso USP de Contabilidade e Controladoria, 9, 2009, São Paulo, **Anais...** São Paulo, 2009.

MALHOTRA, N. K. **Pesquisa de Marketing**: uma orientação aplicada. Porto Alegre: Bookman, 2001.

MANHÃES, E. Análise de Discurso. *In*: Duarte, J.; BARROS, A. (Org.). **Métodos e Técnicas de Pesquisa em Comunicação**. v. 1, 2. ed., São Paulo: Atlas, 2008, p. 305-315.

MARION, J. C. **Análise das Demonstrações Contábeis**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

MARQUES, J. A. V. C. **Análise Financeira das Empresas**: liquidez, retorno e criação de valor. Rio de Janeiro: UFRJ, 2004.

MARTIN, N. C. **Dos Fundamentos da Informação Contábil de Controle**. 1987. 212 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.

MARTINS, E.; DINIZ, J. A.; MIRANDA, G. J. **Análise Avançada das Demonstrações Contábeis**: uma abordagem crítica. São Paulo: Atlas, 2012.

MATARAZZO, D. C. **Análise Financeira de Balanços**: abordagem básica e gerencial. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

MCKENNA, F. P. It won't happen to me: unrealistic optimism or illusion of control? **British Journal of Psychology**, Leicester: British Psychological Society, v. 84, n. 1, p. 39-50. Feb. 1993.

MONTGOMERY, C. A.; WERNERFELT, B. Tobin's q and the importance of focus in firm performance. **American Economic Review**, v. 78, n. 4, p. 246-250. 1988.

MORAES, M. B. C.; NAGANO, M. S.; MERLO, E. M. Mensuração da Semiótica na Codificação das Demonstrações Contábeis por meio de Redes Neurais. *In*: Congresso USP de Contabilidade e Controladoria, 4, 2004, São Paulo, **Anais...** São Paulo, 2004.

MOREIRA, R. L. **Conservadorismo Contábil e Abordagem da Informação**: estudo inferencial em empresas de capital aberto. 2009. 135 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte.

MOURA, H. M. M. **Significação e Contexto**: uma introdução a questões de semântica e pragmática. Florianópolis: Insular, 2000.

MOURAD, N. A.; PARASKEVOPOULOS, A. **IFRS**: Introdução às Normas Internacionais de Contabilidade. São Paulo: Atlas, 2009.

NASCIMENTO, A. M.; REGINATO, L. Divulgação da informação contábil, governança corporativa e controle organizacional: uma relação necessária. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v. 4, n. 3, p. 25-47. Jul./set. 2008.

NEU, D.; WARSAME, H.; PEDWELL, K. Managing public impressions: environmental disclosures in annual reports. **Accounting, Organizations and Society**, v. 23, n. 3, p. 265-282. 1998.

NUNES, T. C. S. **Indicadores Contábeis como Medida de Risco e Retorno Diferenciados de Empresas Sustentáveis**: um estudo no mercado brasileiro. 2010. 182 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-04112010-190443/fr.php>. Acesso em: 14 jul. 2012.

OMAKI, E. T. Recursos Intangíveis e Desempenho em Grandes Empresas Brasileiras: avaliações dos recursos intangíveis como estimadores de medidas de desempenho financeiras. *In*: Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, 29, 2005, Brasília, **Anais...** Brasília: ANPAD, 2005. CD-ROM.

PAVA, M. L.; EPSTEIN, M. J. How good is MD&A as an investment tool? **Journal of Accountancy**, v. 175, n. 3, p. 51-53. 1993.

PAULO, E; CAVALCANTE, P. R. N.; MELO, I. I. S. L. Qualidade das informações contábeis na oferta pública de ações e debêntures pelas companhias abertas brasileiras. **Brazilian Business Review**, Vitória, v. 9, n. 1, p. 1-26. Jan./mar. 2012.

PEDRO, E. R. **Análise Crítica do Discurso**: uma perspectiva sociopolítica e funcional. Lisboa: Editorial Caminho SA, 1997.

PEREIRA, C. C.; FRAGOSO, A. R.; RIBEIRO FILHO, J. F. Comunicação em contabilidade: estudo comparativo do nível de percepção de usuários da informação contábil em Florianópolis (SC) e Recife (PE) sobre a utilidade das representações gráficas no processo de evidenciação. *In*: Congresso USP de Contabilidade e Controladoria, 4, 2004, São Paulo, **Anais...** São Paulo, 2004. Disponível em: <<http://www.congressousp.fipecafi.org/artigos42004/67.pdf>>. Acesso em: 20 ago. 2012.

POPPER, K. R. **The Logic of Scientific Discovery**. London: Hutchinson, 1959.

RAMALHO, V. Análise de Discurso e Realismo Crítico: princípios para uma abordagem crítica explanatória do discurso. *In*: XII Conferência Anual da International Association for Critical Realism, 12, 2009, Niterói, **Anais...** Niterói, 2009. Disponível em: <<http://www.uff.br/iacr/ArtigosPDF/7T.pdf>>. Acesso em: 01 out. 2012.

RESENDE, V. M.; RAMALHO, V. **Análise de Discurso Crítica**. São Paulo: Contexto, 2009.

RIBEIRO, M. C. V. **Governança Corporativa**: um estudo do impacto de seus mecanismos internos sobre o desempenho financeiro e o valor de mercado de bancos brasileiros. 2009. 188 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte.

RICHARDSON, R. J. **Pesquisa Social**: métodos e técnicas. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

RODRIGUES, A. D. **As Dimensões da Pragmática na Comunicação**. Rio de Janeiro: Diadorim, 1995.

RODRIGUES, F. F. **Análise das Variáveis que Influenciam as Informações Divulgadas nos Relatórios da Administração das Companhias Abertas Brasileiras**: um estudo empírico nos anos de 2001 a 2003. 2005. 118 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade de Brasília, Brasília. Disponível em: <http://www.cca.unb.br/images/dissert_mest/mest_dissert_074.pdf>. Acesso em: 21 jul. 2012.

SALOTTI, B. M.; YAMAMOTO, M. M.; PIMENTEL, R. C. Divulgação voluntária da demonstração dos fluxos de caixa e o desempenho das empresas de capital aberto no Brasil. *In*: Congresso USP de Contabilidade e Controladoria, 7, 2007, São Paulo, **Anais...** São Paulo, 2007. Disponível em: <<http://www.congressousp.fipecafi.org/artigos72007/524.pdf>>. Acesso em: 28 ago. 2012.

SANTOS, L. M.; COSTA, D. F.; ALBERTO, J. G. C.; GONÇALVES, M. A.; FARIA, E. R. Análise do Q De Tobin como determinante do investimento das empresas brasileiras. **Revista de Administração FACES Journal**, Belo Horizonte, v. 11, n. 3, p. 65-82. Jul./set. 2011.

SCHMUTTE, J. L. **An Empirical Investigation of the Fidelity of Accounting Communication**. 1983. 364 f. Ph. D. Dissertation, University of Kentucky, Lexington.

SHANNON, C. E.; WEAVER, W. **The Matematical Theory of Communication**. 5. ed. London: University of Illinois, 1963.

SHIN, H.; STULZ, R. Firm Value, Risk and Growth Opportunities. **NBER Technical Working Paper**, Cambridge, National Bureau of Economic Research, n. 7808, p. 1-35. Jul. 2000.

SILVA, C. A. T.; RODRIGUES, F. F.; ABREU, R. L. Análise dos relatórios de administração das companhias abertas brasileiras: um estudo do exercício social de 2002. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, v. 11, n. 2. Jun. 2007.

SILVA, C. A. T.; RODRIGUES, F. F.; SILVEIRA, M. L.; SILVEIRA, K. J. Relatórios da administração das companhias brasileiras de capital aberto: uma análise qualitativa. **Contexto – Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, v. 4, n. 2, p. 7-16. Jul. 2006.

SILVA, C. A. T.; RODRIGUES, M. G. A relevância do relatório da administração para o usuário da informação: um estudo experimental. **Revista de Informação Contábil**, v. 4, n. 1, p. 41-56. Jan./mar. 2010.

SOARES, M. A. **Análise de Indicadores para Avaliação de Desempenho Econômico-Financeiro de Operadoras de Planos de Saúde Brasileiras**: uma aplicação da análise fatorial. 2006. 130 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-15122006-121519/pt-br.php>>. Acesso em: 29 jun. 2012.

SVENSON, O. Are we all less risky and more skillful than our fellow drivers? **Acta Psychologica**, Amsterdam, Elsevier, v. 47, n. 2, p. 143-48. Feb. 1981.

TAYLOR, S. E.; BROWN, J. D. Illusion and well-being: a social psychological perspective on mental health. **Psychological Bulletin**, Washington, American Psychological Association, v. 103, n. 2, p. 193-210. Mar. 1988.

TOBIN, J. A general equilibrium approach to monetary theory. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 1, n. 1, p. 15-29. 1969.

TOBIN, J.; BRAINARD, W. Pitfalls in Financial Model Building, **American Economic Review**, v. 58, n. 2, p. 99-122. May. 1968.

TORGGLER, S. P. **Estudo de Correlação entre Valores de Q de Tobin Obtidos pelo Método de Chung e Pruitt e por Fluxo de Caixa Descontado**. 2009. 109 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia,

Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto.

VERGARA, S. C.; CALDAS, M. P. Paradigma Interpretacionista: a busca da superação do objetivismo funcionalista nos anos 1980 e 1990. **Revista de Administração de Empresas**, v. 45, n. 4, p. 66-72. Out./dez. 2005.

VERRECCHIA, R. E. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1-3, p. 97-180. Dec. 2001.

VIEIRA, R. H. P.; SANTOS, M. M. C. Análise das demonstrações financeiras através de índices financeiros. **VEREDAS FAVIP – Revista de Ciências e Cultura**, v. 2, n. 1, p. 50-60. Jan./jun. 2005. Disponível em: <http://veredas.favip.edu.br/index.php/veredas/article/viewFile/32/30>. Acesso em: 20 set. 2012.

YAMAMOTO, M. M.; SALOTTI, B. M. **Informação Contábil**: estudos sobre a divulgação no mercado de capitais. São Paulo: Atlas, 2006.

YUTHAS, K.; ROGERS, R.; DILLARD, J. F. Communicative action and corporate annual reports. **Journal of Business Ethics**, v. 41, n. 1-2, p. 141-157, 2002.

APÊNDICES

ANEXO I – GRUPO DE CORRETORAS PARA ENVIO DE QUESTIONÁRIO

AGORA CTVM S.A.	INTERBOLSA DO BRASIL CCTVM
ALFA CCVM S.A.	ITAÚ CV S/A
ALPES CCTVM S.A.	J. P. MORGAN CCVM S.A.
AMARIL FRANKLIN CTV LTDA.	J. SAFRA CVC LTDA.
ATIVA S.A. CTCV	LINK S.A. CCTVM
BANIF CVC S.A.	LIQUIDEZ DTVM LTDA
BANRISUL S.A. CVMC	MAGLIANO S.A. CCVM
BARCLAYS CTVM S/A	MAXIMA S/A CTVM
BBM CCVM S.A.	MERC. DO BRASIL COR. S.A. CTVM
BES SECURITIES DO BRASIL CCVM	MERRILL LYNCH S/A CTVM
BRADERCO S.A. CTVM	MIRAE ASSET SECURITIES BRASIL
BRASCAN S.A. CTV	MORGAN STANLEY CTVM S.A.
BTG PACTUAL	MUNDINVEST S.A. CCVM
BTG PACTUAL CTVM S.A.	NOVA FUTURA DTVM LTDA
CITIBANK DTVM S.A.	NOVINVEST CVM LTDA.
CITIGROUP GMB CCTVM S.A.	OCTO CTVM S/A
CM CAPITAL MARKETS CCTVM LTDA.	OLIVEIRA FRANCO SCVC LTDA.
CODEPE CV S.A.	OMAR CAMARGO CCV LTDA.
COINVALORES CCVM LTDA.	PAX CVC S/A
CONCORDIA S.A. CVMCC	PETRA PERSONAL TRADER CTVM S.A
CONVENÇÃO S.A. CVC	PILLA CVMC LTDA.
CORRETORA GERAL DE VC LTDA.	PIONEER CM E FUTUROS
CORRETORA SOUZA BARROS CT S.A.	PIONEER CMF LTDA.
CORVAL CVM S.A.	PLANNER CV S.A
CREDIT SUISSE BRASIL S.A. CTVM	PRIME S.A. CCV
CRUZEIRO DO SUL S.A. CVM	PROSPER APLICAÇÃO CMF LTDA.
CS HEDGING-GRIFFO CV S.A.	PROSPER S.A. CVC
DEUTSCHE BANK CV S.A.	RENASCENÇA DTVM LTDA
DIBRAN DTVM	SANTANDER CCVM S/A
DIFERENCIAL CTVM S.A.	SCHAHIN CCVM S.A.
DISTRIBUIDORA INTERCAP	SENSO CCVM S.A.
ELITE CCVM LTDA.	SITA SCCVM S.A.
ESC. LEROSA S.A. CV	SLW CVC LTDA.
ESCRITORIO RUY LAGE SCT LTDA.	SOCOPA SC PAULISTA S.A.
FATOR S.A. CV	SOLIDEZ CCTVM LTDA.
FLOW CCTVM	SOLIDUS S.A. CCVM
FUTURA CCM	SPINELLI S.A. CVMC
FUTURA COMMODITIES CM LTDA	TALARICO CCTM LTDA.
GBM BRASIL DTVM S/A	TENDENCIA CCTVM LTDA.
GERAÇÃO FUTURO CV S.A.	TERRA INVESTIMENTOS CM S.A.
GERALDO CORREA CVM S.A.	TÍTULO CORRETORA DE VALORES S.A.

GOLDMAN SACHS DO BRASIL CTVM	TOV CCTVM LTDA.
GRADUAL CCTVM S/A	UM INVESTIMENTOS S.A. CTVM
H.COMMCOR DTVM LTDA.	UNIBANCO INVESTSHOP CVMC S.A.
H.H. PICCHIONI S.A. CCVM	UNILETRA CCTVM S.A.
HSBC CTVM S.A.	VOTORANTIM CTVM LTDA
ICAP DO BRASIL CTVM LTDA	WALPIRES S.A. CCTVM
INDUSVAL S.A. CTVM	XP INVESTIMENTOS CCTVM S.A.
ING CCT S.A.	

ANEXO II – QUESTIONÁRIO ENVIADO ÀS CORRETORAS**Questionário**

1) A análise econômico-financeira realizada pela corretora leva em conta informações textuais provenientes dos Relatórios da Administração (RA) das companhias?

() Sim

() Não

2) Caso a resposta anterior seja “Sim”, numa escala de 1 a 5, sendo 1 para “menor importância” e 5 para “maior importância”, qual o grau de importância das informações advindas do RA para a análise econômico-financeira realizada?

() 1

() 2

() 3

() 4

() 5

3) Você acredita que as informações do Relatório da Administração influenciam os investidores na decisão de adquirir ou não as ações da companhia?

() Sim

() Não

ANEXO III – EMPRESAS COMPONENTES DA POPULAÇÃO

População - Empresas da Bolsa de Valores do Estado de São Paulo em 13/12/2012, conforme o <i>software</i> Econômica®				
Setor	Empresas	País	Situação	Contagem
Agro e Pesca	Brasilagro	BR	ativo	1
	Rasip Agro	BR	ativo	1
	Renar	BR	ativo	1
	SLC Agrícola	BR	ativo	1
Agro e Pesca Total				4
Alimentos e Bebidas	Ambev	BR	ativo	1
	BRF Foods	BR	ativo	1
	Cacique	BR	ativo	1
	Caf Brasília	BR	ativo	1
	Clarion	BR	ativo	1
	Cosan	BR	ativo	1
	Excelsior	BR	ativo	1
	Iguacu Café	BR	ativo	1
	J B Duarte	BR	ativo	1
	JBS	BR	ativo	1
	Josapar	BR	ativo	1
	M. Diasbranco	BR	ativo	1
	Marambaia	BR	ativo	1
	Marfrig	BR	ativo	1
	Minerva	BR	ativo	1
	Minupar	BR	ativo	1
	Oderich	BR	ativo	1
	Sao Martinho	BR	ativo	1
	Tereos	BR	ativo	1
	Usin C Pinto	BR	ativo	1
	Vigor Food	BR	ativo	1
Alimentos e Bebidas Total				21
Comércio	B2W Varejo	BR	ativo	1
	Battistella	BR	ativo	1
	BR Pharma	BR	ativo	1
	Dimed	BR	ativo	1
	Grazziotin	BR	ativo	1
	Imc Holdings	BR	ativo	1
	Lojas Americ	BR	ativo	1
	Lojas Hering	BR	ativo	1
	Lojas Marisa	BR	ativo	1
	Lojas Renner	BR	ativo	1
	Magaz Luiza	BR	ativo	1
	Minasmaquinas	BR	ativo	1

	Natura	BR	ativo	1
	P.Acucar-Cbd	BR	ativo	1
	Profarma	BR	ativo	1
	RaiaDrogasil	BR	ativo	1
	Viavarejo	BR	ativo	1
	Wlm Ind Com	BR	ativo	1
Comércio Total				18
Construção	Azevedo	BR	ativo	1
	Brookfield	BR	ativo	1
	Const A Lind	BR	ativo	1
	Const Beter	BR	ativo	1
	Cr2	BR	ativo	1
	Cyrela Realty	BR	ativo	1
	Direcional	BR	ativo	1
	Even	BR	ativo	1
	Eztec	BR	ativo	1
	Gafisa	BR	ativo	1
	Helbor	BR	ativo	1
	JHSF Part	BR	ativo	1
	Joao Fortes	BR	ativo	1
	Lix da Cunha	BR	ativo	1
	Mendes Jr	BR	ativo	1
	MRV	BR	ativo	1
	PDG Realt	BR	ativo	1
	Rodobensimob	BR	ativo	1
	Rossi Resid	BR	ativo	1
	Sergen	BR	ativo	1
	Sultepa	BR	ativo	1
	Tecnisa	BR	ativo	1
	Trisul	BR	ativo	1
	Viver	BR	ativo	1
Construção Total				24
Eletroeletrônicos	Bematech	BR	ativo	1
	Brasmotor	BR	ativo	1
	IGB S/A	BR	ativo	1
	Itautec	BR	ativo	1
	Positivo Inf	BR	ativo	1
	Springer	BR	ativo	1
Eletroeletrônicos Total				6
Energia Elétrica	AES Elpa	BR	ativo	1
	AES Tiete	BR	ativo	1
	Afluenta	BR	ativo	1
	Afluenta T	BR	ativo	1
	Ampla Energ	BR	ativo	1
	Ceb	BR	ativo	1
	Ceee-D	BR	ativo	1

	Ceee-Gt	BR	ativo	1
	Celesc	BR	ativo	1
	Celgpar	BR	ativo	1
	Celpa	BR	ativo	1
	Celpe	BR	ativo	1
	Cemar	BR	ativo	1
	Cemat	BR	ativo	1
	Cemig	BR	ativo	1
	Cesp	BR	ativo	1
	Coelba	BR	ativo	1
	Coelce	BR	ativo	1
	Copel	BR	ativo	1
	Cosern	BR	ativo	1
	CPFL Energia	BR	ativo	1
	Desenvix	BR	ativo	1
	Elektro	BR	ativo	1
	Eletrobras	BR	ativo	1
	Eletropar	BR	ativo	1
	Eletropaulo	BR	ativo	1
	Emae	BR	ativo	1
	Energias BR	BR	ativo	1
	Energisa	BR	ativo	1
	Equatorial	BR	ativo	1
	Ger Paranap	BR	ativo	1
	Light S/A	BR	ativo	1
	MPX Energia	BR	ativo	1
	Neoenergia	BR	ativo	1
	Rede Energia	BR	ativo	1
	Redentor	BR	ativo	1
	Renova	BR	ativo	1
	Taesa	BR	ativo	1
	Tractebel	BR	ativo	1
	Tran Paulist	BR	ativo	1
Energia Elétrica Total				40
Finanças e Seguros	Abc Brasil	BR	ativo	1
	Alfa Financ	BR	ativo	1
	Alfa Invest	BR	ativo	1
	Amazonia	BR	ativo	1
	Banese	BR	ativo	1
	Banestes	BR	ativo	1
	Banpara	BR	ativo	1
	Banrisul	BR	ativo	1
	Bicbanco	BR	ativo	1
	BMF Bovespa	BR	ativo	1
	BR Insurance	BR	ativo	1
	Bradesco	BR	ativo	1

	Brasil	BR	ativo	1
	BRB Banco	BR	ativo	1
	Btgp Banco	BR	ativo	1
	Cetip	BR	ativo	1
	Daycoval	BR	ativo	1
	Finansinos	BR	ativo	1
	Indusval	BR	ativo	1
	ItauUnibanco	BR	ativo	1
	Merc Brasil	BR	ativo	1
	Merc Financ	BR	ativo	1
	Merc Invest	BR	ativo	1
	Nord Brasil	BR	ativo	1
	Panamericano	BR	ativo	1
	Parana	BR	ativo	1
	Pine	BR	ativo	1
	Porto Seguro	BR	ativo	1
	Santander BR	BR	ativo	1
	Seg Al Bahia	BR	ativo	1
	Sofisa	BR	ativo	1
	Sul America	BR	ativo	1
	Tarpon Inv	BR	ativo	1
Finanças e Seguros Total				33
Fundos	Rjcp Equity	BR	ativo	1
Fundos Total				1
Máquinas Industriais	Bardella	BR	ativo	1
	Inds Romi	BR	ativo	1
	Metalfrio	BR	ativo	1
	Nordon Met	BR	ativo	1
	Weg	BR	ativo	1
Máquinas Industriais Total				5
Mineração	All Ore	BR	ativo	1
	Ccx Carvao	BR	ativo	1
	Cent Min-Rio	BR	ativo	1
	Litel	BR	ativo	1
	Magnesita AS	BR	ativo	1
	MMX Miner	BR	ativo	1
	Vale	BR	ativo	1
Mineração Total				7
Minerais não Metálicos	Chiarelli	BR	ativo	1
	Eternit	BR	ativo	1
	Nadir Figuei	BR	ativo	1
	Portobello	BR	ativo	1
Minerais não Metálicos Total				4
Outros	Abril Educa	BR	ativo	1
	Alfa Consorc	BR	ativo	1
	Alfa Holding	BR	ativo	1

Aliansce	BR	ativo	1
Amil	BR	ativo	1
Anhanguera	BR	ativo	1
Bahema	BR	ativo	1
Baumer	BR	ativo	1
BHG	BR	ativo	1
Biommm	BR	ativo	1
BR Brokers	BR	ativo	1
BR Malls Par	BR	ativo	1
BR Properties	BR	ativo	1
Bradespar	BR	ativo	1
Casan	BR	ativo	1
Cemepe	BR	ativo	1
Cims	BR	ativo	1
Contax	BR	ativo	1
Copasa	BR	ativo	1
Cor Ribeiro	BR	ativo	1
Csu Cardsystem	BR	ativo	1
Cyre Com-Ccp	BR	ativo	1
Dasa	BR	ativo	1
Docas	BR	ativo	1
Dtcom Direct	BR	ativo	1
Duratex	BR	ativo	1
Estacio Part	BR	ativo	1
Estrela	BR	ativo	1
Eucatex	BR	ativo	1
Fleury	BR	ativo	1
Generalshopp	BR	ativo	1
GPC Part	BR	ativo	1
Grucai	BR	ativo	1
Habitasul	BR	ativo	1
Harpia Part	BR	ativo	1
Hoteis Othon	BR	ativo	1
Hypermarcas	BR	ativo	1
Ideiasnet	BR	ativo	1
Iguatemi	BR	ativo	1
Inepar	BR	ativo	1
Invest Bemge	BR	ativo	1
Itaitinga	BR	ativo	1
Itausa	BR	ativo	1
Jereissati	BR	ativo	1
Kroton	BR	ativo	1
Lark Maqs	BR	ativo	1
LLX Log	BR	ativo	1
Localiza	BR	ativo	1
Locamerica	BR	ativo	1

	Lopes Brasil	BR	ativo	1
	Mont Aranha	BR	ativo	1
	Multiplan	BR	ativo	1
	Multiplus	BR	ativo	1
	Net	BR	ativo	1
	Odontoprev	BR	ativo	1
	Par Al Bahia	BR	ativo	1
	Petropar	BR	ativo	1
	Polpar	BR	ativo	1
	Pq Hopi Hari	BR	ativo	1
	Qualicorp	BR	ativo	1
	Sabesp	BR	ativo	1
	Sanepar	BR	ativo	1
	Sansuy	BR	ativo	1
	Sao Carlos	BR	ativo	1
	Saraiva Livr	BR	ativo	1
	Sauipe	BR	ativo	1
	Sierrabrasil	BR	ativo	1
	Sondotecnica	BR	ativo	1
	Souza Cruz	BR	ativo	1
	SPturis	BR	ativo	1
	Suzano Hold	BR	ativo	1
	Technos	BR	ativo	1
	Tecnosolo	BR	ativo	1
	Tectoy	BR	ativo	1
	Tempo Part	BR	ativo	1
	Time For Fun	BR	ativo	1
	Trevisa	BR	ativo	1
	Unicasa	BR	ativo	1
	V-Agro	BR	ativo	1
	Valid	BR	ativo	1
Outros Total				80
Papel e Celulose	Celul Irani	BR	ativo	1
	Fibria	BR	ativo	1
	Klabin S/A	BR	ativo	1
	Melhor SP	BR	ativo	1
	Suzano Papel	BR	ativo	1
Papel e Celulose Total				5
Petróleo e Gás	Ceg	BR	ativo	1
	Comgas	BR	ativo	1
	Hrt Petroleo	BR	ativo	1
	OGX Petroleo	BR	ativo	1
	Pet Manguinh	BR	ativo	1
	Petrobras	BR	ativo	1
	Qgep Part	BR	ativo	1
Petróleo e Gás Total				7

Química	Bombril	BR	ativo	1
	Braskem	BR	ativo	1
	Elekeiroz	BR	ativo	1
	Fer Heringer	BR	ativo	1
	M G Poliest	BR	ativo	1
	Millennium	BR	ativo	1
	Nutriplant	BR	ativo	1
	Providencia	BR	ativo	1
	Ultrapar	BR	ativo	1
	Unipar	BR	ativo	1
Química Total				10
Siderurgia & Metalurgia	Aco Altona	BR	ativo	1
	Aliperti	BR	ativo	1
	Ferbasa	BR	ativo	1
	Fibam	BR	ativo	1
	Forjas Taurus	BR	ativo	1
	Gerdau	BR	ativo	1
	Gerdau Met	BR	ativo	1
	Haga S/A	BR	ativo	1
	Kepler Weber	BR	ativo	1
	Lupatech	BR	ativo	1
	Mangels Indl	BR	ativo	1
	Met Duque	BR	ativo	1
	Metal Iguacu	BR	ativo	1
	Metisa	BR	ativo	1
	Mundial	BR	ativo	1
	Panatlantica	BR	ativo	1
	Paranapanema	BR	ativo	1
	Rimet	BR	ativo	1
	Sam Industr	BR	ativo	1
	Sid Nacional	BR	ativo	1
	Tekno	BR	ativo	1
	Usiminas	BR	ativo	1
Siderurgia & Metalurgia Total				22
Software e Dados	Cielo	BR	ativo	1
	Senior Sol	BR	ativo	1
	Totvs	BR	ativo	1
Software e Dados Total				3
Telecomunicações	Embratel Part	BR	ativo	1
	Inepar Tel	BR	ativo	1
	La Fonte Tel	BR	ativo	1
	LF Tel	BR	ativo	1
	Oi	BR	ativo	1
	Tele Nort Cl	BR	ativo	1
	Telebras	BR	ativo	1
	Telef Brasil	BR	ativo	1

	Tim Part S/A	BR	ativo	1
Telecomunicações Total				9
Têxtil	Alpargatas	BR	ativo	1
	Arezzo Co	BR	ativo	1
	Buettner	BR	ativo	1
	Cambuci	BR	ativo	1
	Cedro	BR	ativo	1
	Cia Hering	BR	ativo	1
	Coteminas	BR	ativo	1
	Cremer	BR	ativo	1
	Dohler	BR	ativo	1
	Encorpar	BR	ativo	1
	Fab C Renaux	BR	ativo	1
	Grendene	BR	ativo	1
	Guararapes	BR	ativo	1
	Ind Cataguas	BR	ativo	1
	Karsten	BR	ativo	1
	Le Lis Blanc	BR	ativo	1
	Pettenati	BR	ativo	1
	Santanense	BR	ativo	1
	Schlosser	BR	ativo	1
	Springs	BR	ativo	1
	Tec Blumenau	BR	ativo	1
	Tecel S Jose	BR	ativo	1
	Teka	BR	ativo	1
	Tex Renaux	BR	ativo	1
	Vicunha Text	BR	ativo	1
	Vulcabras	BR	ativo	1
	Wembley	BR	ativo	1
Têxtil Total				27
Transporte	AGconcessoes	BR	ativo	1
	All Amer Lat	BR	ativo	1
	CCR AS	BR	ativo	1
	Doc Imbituba	BR	ativo	1
	Ecorodovias	BR	ativo	1
	Gol	BR	ativo	1
	JSL	BR	ativo	1
	Log-In	BR	ativo	1
	OHL Brasil	BR	ativo	1
	Santos Brp	BR	ativo	1
	Tegma	BR	ativo	1
	Triunfo Part	BR	ativo	1
Transporte Total				12
Veículos e Peças	Autometal	BR	ativo	1
	Bic Monark	BR	ativo	1
	Cobrasma	BR	ativo	1

	DHB	BR	ativo	1
	Embraer	BR	ativo	1
	Fras-Le	BR	ativo	1
	lochp-Maxion	BR	ativo	1
	Marcopolo	BR	ativo	1
	Metal Leve	BR	ativo	1
	OSX Brasil	BR	ativo	1
	Plascar Part	BR	ativo	1
	Pro Metalurg	BR	ativo	1
	Randon Part	BR	ativo	1
	Recrusul	BR	ativo	1
	Riosulense	BR	ativo	1
	Schulz	BR	ativo	1
	Tupy	BR	ativo	1
	Wetzel S/A	BR	ativo	1
	Wiest	BR	ativo	1
Veículos e Peças Total				19
Total Geral				357

ANEXO IV – AMOSTRA INICIAL APÓS CÁLCULO DOS INDICADORES DE DESEMPENHO

Amostra Inicial após Cálculos dos Indicadores (2007-2011) e Balanceamento da Base de Dados					
Setor	Empresas	País	Situação	Contagem de Empresas	(Nº Empr. x 5 anos) Cont. Observações
Agro e Pesca	Brasilagro	BR	ativo	1	5
	Rasip Agro	BR	ativo	1	5
	Renar	BR	ativo	1	5
	SLC Agrícola	BR	ativo	1	5
Agro e Pesca Total				4	20
Alimentos e Bebidas	Ambev	BR	ativo	1	5
	BRF Foods	BR	ativo	1	5
	Caf Brasilia	BR	ativo	1	5
	JBS	BR	ativo	1	5
	M. Diasbranco	BR	ativo	1	5
	Marfrig	BR	ativo	1	5
	Minerva	BR	ativo	1	5
	Minupar	BR	ativo	1	5
Alim. e Bebidas Total				8	40
Comércio	B2W Varejo	BR	ativo	1	5
	Battistella	BR	ativo	1	5
	Dimed	BR	ativo	1	5
	Lojas Americ	BR	ativo	1	5
	Lojas Marisa	BR	ativo	1	5
	Lojas Renner	BR	ativo	1	5
	Natura	BR	ativo	1	5
	P.Acucar-Cbd	BR	ativo	1	5
	Profarma	BR	ativo	1	5
	RaiaDrogasil	BR	ativo	1	5
Comércio Total				10	50
Construção	Brookfield	BR	ativo	1	5
	Cr2	BR	ativo	1	5
	Cyrela Realty	BR	ativo	1	5
	Even	BR	ativo	1	5
	Eztec	BR	ativo	1	5
	Gafisa	BR	ativo	1	5
	Helbor	BR	ativo	1	5
	JHSF Part	BR	ativo	1	5
	Joao Fortes	BR	ativo	1	5
	Lix da Cunha	BR	ativo	1	5
	MRV	BR	ativo	1	5

	PDG Realt	BR	ativo	1	5
	Rodobensimob	BR	ativo	1	5
	Rossi Resid	BR	ativo	1	5
	Tecnisa	BR	ativo	1	5
	Viver	BR	ativo	1	5
Construção Total				16	80
Eletroeletrônicos	Bematech	BR	ativo	1	5
	Positivo Inf	BR	ativo	1	5
	Whirlpool	BR	ativo	1	5
Eletroeletrônicos Total				3	15
Energia Elétrica	AES Tiete	BR	ativo	1	5
	Celesc	BR	ativo	1	5
	Cemig	BR	ativo	1	5
	Cesp	BR	ativo	1	5
	Coelce	BR	ativo	1	5
	Copel	BR	ativo	1	5
	CPFL Energia	BR	ativo	1	5
	Eletrobras	BR	ativo	1	5
	Eletropaulo	BR	ativo	1	5
	Emae	BR	ativo	1	5
	Energias BR	BR	ativo	1	5
	Equatorial	BR	ativo	1	5
	Light S/A	BR	ativo	1	5
	Taesá	BR	ativo	1	5
	Tractebel	BR	ativo	1	5
	Tran Paulista	BR	ativo	1	5
Energia Elétrica Total				16	80
Máquinas Industriais	Inds Romi	BR	ativo	1	5
	Metalfrio	BR	ativo	1	5
	Weg	BR	ativo	1	5
Máq. Industriais Total				3	15
Mineração	Magnesita SA	BR	ativo	1	5
	MMX Miner	BR	ativo	1	5
	Vale	BR	ativo	1	5
Mineração Total				3	15
Minerais não Metálicos	Eternit	BR	ativo	1	5
	Portobello	BR	ativo	1	5
Minerais não Met. Total				2	10
Outros	BR Malls Par	BR	ativo	1	5
	Contax	BR	ativo	1	5
	Copasa	BR	ativo	1	5
	Csu Cardsystem	BR	ativo	1	5
	Dasa	BR	ativo	1	5
	Duratex	BR	ativo	1	5
	Estrela	BR	ativo	1	5
	Eucatex	BR	ativo	1	5

	GPC Part	BR	ativo	1	5
	Hoteis Othon	BR	ativo	1	5
	Hypermarcas	BR	ativo	1	5
	Ideiasnet	BR	ativo	1	5
	Iguatemi	BR	ativo	1	5
	Inepar	BR	ativo	1	5
	Itausa	BR	ativo	1	5
	Jereissati	BR	ativo	1	5
	Localiza	BR	ativo	1	5
	Lopes Brasil	BR	ativo	1	5
	Net	BR	ativo	1	5
	Odontoprev	BR	ativo	1	5
	Sabesp	BR	ativo	1	5
	Sanepar	BR	ativo	1	5
	Sansuy	BR	ativo	1	5
	Sao Carlos	BR	ativo	1	5
	Saraiva Livr	BR	ativo	1	5
	Souza Cruz	BR	ativo	1	5
	Tecnosolo	BR	ativo	1	5
	Tectoy	BR	ativo	1	5
	Tempo Part	BR	ativo	1	5
	V-Agro	BR	ativo	1	5
	Valid	BR	ativo	1	5
Outros Total				31	155
Papel e Celulose	Klabin S/A	BR	ativo	1	5
	Suzano Papel	BR	ativo	1	5
Papel e Celulose Total				2	10
Petróleo e Gás	Comgas	BR	ativo	1	5
	Petrobras	BR	ativo	1	5
Petróleo e Gás Total				2	10
Química	Braskem	BR	ativo	1	5
	Elekeiroz	BR	ativo	1	5
	Fer Heringer	BR	ativo	1	5
	M G Poliest	BR	ativo	1	5
	Millennium	BR	ativo	1	5
	Providencia	BR	ativo	1	5
	Unipar	BR	ativo	1	5
Química Total				7	35
Siderurgia & Metalurgia	Ferbasa	BR	ativo	1	5
	Forjas Taurus	BR	ativo	1	5
	Gerdau	BR	ativo	1	5
	Gerdau Met	BR	ativo	1	5
	Haga S/A	BR	ativo	1	5
	Kepler Weber	BR	ativo	1	5
	Lupatech	BR	ativo	1	5
	Mangels Indl	BR	ativo	1	5

	Metal Iguacu	BR	ativo	1	5
	Paranapanema	BR	ativo	1	5
	Sid Nacional	BR	ativo	1	5
	Usiminas	BR	ativo	1	5
Siderur & Metalur Total				12	60
Software e Dados	Totvs	BR	ativo	1	5
Software e Dados Total				1	5
Telecomunicações	Oi	BR	ativo	1	5
	Telef Brasil	BR	ativo	1	5
	Tim Part S/A	BR	ativo	1	5
Telecomunicações Total				3	15
Têxtil	Alpargatas	BR	ativo	1	5
	Cia Hering	BR	ativo	1	5
	Cremer	BR	ativo	1	5
	Grendene	BR	ativo	1	5
	Guararapes	BR	ativo	1	5
	Karsten	BR	ativo	1	5
	Springs	BR	ativo	1	5
Têxtil Total				7	35
Transporte	CCR SA	BR	ativo	1	5
	Doc Imbituba	BR	ativo	1	5
	Gol	BR	ativo	1	5
	Log-In	BR	ativo	1	5
	OHL Brasil	BR	ativo	1	5
	Tegma	BR	ativo	1	5
	Triunfo Part	BR	ativo	1	5
Transporte Total				7	35
Veículos e Peças	Embraer	BR	ativo	1	5
	Fras-Le	BR	ativo	1	5
	lochp-Maxion	BR	ativo	1	5
	Marcopolo	BR	ativo	1	5
	Plascar Part	BR	ativo	1	5
	Randon Part	BR	ativo	1	5
	Recrusul	BR	ativo	1	5
	Schulz	BR	ativo	1	5
	Tupy	BR	ativo	1	5
Veículos e Peças Total				9	45
Total Geral				146	730

ANEXO V – AMOSTRA APÓS ELIMINAÇÃO DAS EMPRESAS QUE NÃO APRESENTARAM A SEÇÃO DE MENSAGEM AOS ACIONISTAS (2007-2011)

Amostra após Eliminação das Empresas que não Apresentaram em seus Relatórios da Administração, para todos os anos analisados (2007-2011), a Seção "Mensagem aos Acionistas"			
Setor	Empresas	Contagem de Empresas	(Nº Empr. x 5 anos) Cont. Observações
Agro e Pesca	Brasilagro	1	5
	Renar	1	5
	SLC Agrícola	1	5
Agro e Pesca Total		3	15
Alimentos e Bebidas	BRF Foods	1	5
	Caf Brasília	1	5
	JBS	1	5
	M. Diasbranco	1	5
	Marfrig	1	5
	Minerva	1	5
Alimentos e Bebidas Total		6	30
Comércio	B2W Varejo	1	5
	Lojas Americ	1	5
	Lojas Renner	1	5
	Natura	1	5
	P.Acucar-Cbd	1	5
	Profarma	1	5
Comércio Total		6	30
Construção	Brookfield	1	5
	Cr2	1	5
	Cyrela Realty	1	5
	Eztec	1	5
	MRV	1	5
	Rodobensimob	1	5
	Tecnisa	1	5
	Viver	1	5
Construção Total		8	40
Eletroeletrônicos	Positivo Inf	1	5
Eletroeletrônicos Total		1	5
Energia Elétrica	Celesc	1	5
	Cemig	1	5
	Cesp	1	5
	Copel	1	5
	CPFL Energia	1	5
	Energias BR	1	5

	Equatorial	1	5
	Light S/A	1	5
	Tractebel	1	5
	Tran Paulist	1	5
Energia Elétrica Total		10	50
Mineração	Magnesita SA	1	5
Mineração Total		1	5
Minerais não Metálicos	Eternit	1	5
Minerais não Metálicos Total		1	5
Outros	BR Malls Par	1	5
	Copasa	1	5
	Csu Cardsystem	1	5
	Hypermarcas	1	5
	Iguatemi	1	5
	Localiza	1	5
	Lopes Brasil	1	5
	Net	1	5
	Sabesp	1	5
	Sanepar	1	5
	Saraiva Livr	1	5
	Souza Cruz	1	5
	Tempo Part	1	5
	V-Agro	1	5
	Valid	1	5
Outros Total		15	75
Papel e Celulose	Suzano Papel	1	5
Papel e Celulose Total		1	5
Petróleo e Gás	Comgas	1	5
	Petrobras	1	5
Petróleo e Gás Total		2	10
Química	Braskem	1	5
	Unipar	1	5
Química Total		2	10
Siderurgia & Metalurgia	Ferbasa	1	5
	Kepler Weber	1	5
	Lupatech	1	5
	Paranapanema	1	5
	Usiminas	1	5
Siderurgia & Metalurgia Total		5	25
Software e Dados	Totvs	1	5
Software e Dados Total		1	5
Telecomunicações	Telef Brasil	1	5
	Tim Part S/A	1	5
Telecomunicações Total		2	10
Têxtil	Cia Hering	1	5
	Cremer	1	5

	Grendene	1	5
Têxtil Total		3	15
Transporte	Gol	1	5
	Log-In	1	5
	Tegma	1	5
Transporte Total		3	15
Veículos e Peças	Embraer	1	5
	Randon Part	1	5
	Schulz	1	5
	Tupy	1	5
Veículos e Peças Total		4	20
Total Geral		74	370

ANEXO VI – PROGRAMAS DE LETRAS/LINGUÍSTICA RECONHECIDOS PELA CAPES

PROGRAMA	IES	UF	NOTA CAPES		
			M	D	F
CIÊNCIAS DA LINGUAGEM	UNIVAS	MG	3	-	-
CIÊNCIAS DA LINGUAGEM	UNICAP	PE	3	-	-
CIÊNCIAS DA LINGUAGEM	UNIR	RO	3	-	-
ESTUDOS DA LINGUAGEM	PUC-RIO	RJ	5	5	-
ESTUDOS DE LINGUAGEM	UFF	RJ	5	5	-
ESTUDOS LINGÜÍSTICOS	UEFS	BA	3	-	-
ESTUDOS LINGÜÍSTICOS	UFU	MG	4	4	-
ESTUDOS LINGÜÍSTICOS	UFFS	SC	3	-	-
ESTUDOS LINGÜÍSTICOS	UNESP/SJRP	SP	5	5	-
LETRAS	UCPEL	RS	5	5	-
LINGÜÍSTICA	UESB	BA	3	-	-
LINGÜÍSTICA	UFC	CE	4	4	-
LINGÜÍSTICA	UNB	DF	4	4	-
LINGÜÍSTICA	UFES	ES	3	-	-
LINGÜÍSTICA	UFJF	MG	4	4	-
LINGÜÍSTICA	UNEMAT	MT	3	-	-
LINGÜÍSTICA	UEPB/J.P.	PB	4	4	-
LINGÜÍSTICA	UFRJ	RJ	5	5	-
LINGÜÍSTICA	UFSC	SC	6	6	-
LINGÜÍSTICA	UFSCAR	SP	4	4	-
LINGÜÍSTICA	USP	SP	7	7	-
LINGÜÍSTICA	UNICAMP	SP	7	7	-
LINGÜÍSTICA	UNICSUL	SP	3	-	-
LINGÜÍSTICA	UNIFRAN	SP	3	-	-
LINGÜÍSTICA APLICADA	UNB	DF	3	-	-
LINGÜÍSTICA APLICADA	UNISINOS	RS	4	4	-
LINGÜÍSTICA APLICADA	UNICAMP	SP	6	6	-
LINGÜÍSTICA APLICADA	UNITAU	SP	3	-	-
ESTUDOS DA LINGUAGEM	PUC/SP	SP	5	5	-
LINGÜÍSTICA E ENSINO	UEPB/J.P.	PB	-	-	4
LINGÜÍSTICA E LETRAS	PUC/RS	RS	5	5	-
LINGÜÍSTICA E LÍNGUA PORTUGUESA	UNESP/ARAR	SP	6	6	-

Legenda: Coodenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES); Instituição de Ensino Superior (IES); Unidade Federativa - Estado (UF); Mestrado (M); Doutorado (D); Mestrado Profissional (F).

ANEXO VII – PROGRAMAS DE CONTABILIDADE RECONHECIDOS PELA CAPES

PROGRAMA	IES	UF	NOTA CAPES		
			M	D	F
CIÊNCIAS CONTÁBEIS	UFES	ES	3	-	-
CIÊNCIAS CONTÁBEIS	FUCAPE	ES	-	-	5
CIÊNCIAS CONTÁBEIS	FUCAPE	ES	4	4	-
CIÊNCIAS CONTÁBEIS	UFMG	MG	4	-	-
CIÊNCIAS CONTÁBEIS	UFPE	PE	3	-	-
CIÊNCIAS CONTÁBEIS	UFRJ	RJ	4	-	-
CIÊNCIAS CONTÁBEIS	UERJ	RJ	3	-	-
CIÊNCIAS CONTÁBEIS	UNISINOS	RS	4	-	-
CIÊNCIAS CONTÁBEIS	FURB	SC	4	4	-
CIÊNCIAS CONTÁBEIS	UPM	SP	-	-	4
CIÊNCIAS CONTÁBEIS	UNIFECAP	SP	4	-	-
CIÊNCIAS CONTÁBEIS E ATUARIAIS	PUC/SP	SP	3	-	-
CONTABILIDADE	UFBA	BA	3	-	-
CONTABILIDADE	UFPR	PR	3	-	-
CONTABILIDADE	UFSC	SC	4	-	-
CONTABILIDADE - UNB - UFPB - UFRN	UNB	DF	4	4	-
CONTABILIDADE E CONTROLADORIA	UFAM	AM	-	-	3
CONTROLADORIA E CONTABILIDADE	USP	SP	6	6	-
CONTROLADORIA E CONTABILIDADE	USP/RP	SP	4	-	-
Legenda: Coodenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES); Instituição de Ensino Superior (IES); Unidade Federativa - Estado (UF); Mestrado (M); Doutorado (D); Mestrado Profissional (F).					

ANEXO VIII – INDICADORES DE DESEMPENHO

Empresa	Setor	Anos	Indicadores de Liquidez			
			Imediata	Seca	Geral	Corrente
B2W Varejo	Comércio	2007	0,089	0,789	0,962	1,017
B2W Varejo	Comércio	2008	0,463	1,010	0,888	1,225
B2W Varejo	Comércio	2009	0,628	1,269	0,860	1,774
B2W Varejo	Comércio	2010	0,011	1,260	0,835	1,660
B2W Varejo	Comércio	2011	0,011	1,636	1,039	2,000
BR Malls Par	Outros	2007	0,091	3,557	0,758	3,557
BR Malls Par	Outros	2008	4,281	5,041	0,647	5,041
BR Malls Par	Outros	2009	0,044	4,075	0,439	4,075
BR Malls Par	Outros	2010	0,039	1,019	0,182	1,019
BR Malls Par	Outros	2011	0,036	0,887	0,216	0,887
Brasilagro	Agro e Pesca	2007	3,015	3,093	4,137	3,193
Brasilagro	Agro e Pesca	2008	2,976	3,428	4,750	3,828
Brasilagro	Agro e Pesca	2009	4,355	5,032	5,790	5,928
Brasilagro	Agro e Pesca	2010	2,457	3,235	2,703	3,857
Brasilagro	Agro e Pesca	2011	1,262	2,438	5,079	3,206
Braskem	Química	2007	0,361	0,731	0,590	1,114
Braskem	Química	2008	0,389	0,634	0,520	1,024
Braskem	Química	2009	0,429	0,703	0,554	0,967
Braskem	Química	2010	0,310	0,681	0,493	1,038
Braskem	Química	2011	0,330	0,723	0,499	1,123
BRF Foods	Alimentos e Beb.	2007	0,914	1,495	1,213	1,941
BRF Foods	Alimentos e Beb.	2008	0,641	1,394	0,926	1,943
BRF Foods	Alimentos e Beb.	2009	0,722	1,250	1,043	1,778
BRF Foods	Alimentos e Beb.	2010	0,406	1,357	1,022	1,733
BRF Foods	Alimentos e Beb.	2011	0,171	1,057	0,994	1,393
Brookfield	Construção	2007	2,085	3,090	3,763	4,508
Brookfield	Construção	2008	0,248	1,091	1,456	2,350
Brookfield	Construção	2009	0,418	1,294	1,678	2,726
Brookfield	Construção	2010	0,108	1,018	1,457	1,650
Brookfield	Construção	2011	0,281	1,299	1,398	1,997
Caf Brasilia	Alimentos e Beb.	2007	0,000	0,004	0,020	0,005
Caf Brasilia	Alimentos e Beb.	2008	0,002	0,005	0,014	0,006
Caf Brasilia	Alimentos e Beb.	2009	0,000	0,003	0,012	0,003
Caf Brasilia	Alimentos e Beb.	2010	0,000	0,005	0,011	0,005
Caf Brasilia	Alimentos e Beb.	2011	0,000	0,009	0,396	0,015
Celesc	Energia Elétrica	2007	0,417	1,341	0,904	1,357
Celesc	Energia Elétrica	2008	0,295	1,481	0,929	1,508
Celesc	Energia Elétrica	2009	0,358	1,337	0,885	1,362
Celesc	Energia Elétrica	2010	0,219	1,007	1,309	1,019
Celesc	Energia Elétrica	2011	0,334	1,095	1,364	1,111
Cemig	Energia Elétrica	2007	0,353	1,310	0,778	1,317
Cemig	Energia Elétrica	2008	0,393	1,316	0,794	1,322
Cemig	Energia Elétrica	2009	0,507	1,079	0,714	1,083
Cemig	Energia Elétrica	2010	0,465	1,256	0,928	1,263
Cemig	Energia Elétrica	2011	0,235	0,697	0,908	0,701
Cesp	Energia Elétrica	2007	0,348	0,657	0,241	0,664
Cesp	Energia Elétrica	2008	0,228	0,562	0,265	0,574

Cesp	Energia Elétrica	2009	0,142	0,499	0,281	0,529
Cesp	Energia Elétrica	2010	0,000	0,509	0,285	0,542
Cesp	Energia Elétrica	2011	0,002	0,586	0,295	0,612
Cia Hering	Têxtil	2007	0,897	1,705	1,102	2,028
Cia Hering	Têxtil	2008	0,496	1,494	1,135	1,859
Cia Hering	Têxtil	2009	0,537	1,809	1,369	2,279
Cia Hering	Têxtil	2010	0,461	1,723	1,762	2,434
Cia Hering	Têxtil	2011	0,710	2,075	2,115	2,847
Comgas	Petróleo e Gás	2007	0,040	0,663	0,348	0,720
Comgas	Petróleo e Gás	2008	0,024	0,755	0,485	0,775
Comgas	Petróleo e Gás	2009	0,147	0,633	0,394	0,681
Comgas	Petróleo e Gás	2010	0,005	0,540	0,328	0,683
Comgas	Petróleo e Gás	2011	0,013	0,519	0,328	0,588
Copasa	Outros	2007	1,894	2,580	0,763	2,634
Copasa	Outros	2008	1,414	2,188	0,642	2,237
Copasa	Outros	2009	0,665	1,442	0,595	1,491
Copasa	Outros	2010	0,060	0,913	0,488	0,954
Copasa	Outros	2011	0,249	0,817	0,535	0,850
Copel	Energia Elétrica	2007	0,849	1,714	1,053	1,743
Copel	Energia Elétrica	2008	0,924	1,787	1,147	1,820
Copel	Energia Elétrica	2009	0,921	2,028	1,216	2,079
Copel	Energia Elétrica	2010	0,707	1,591	1,366	1,639
Copel	Energia Elétrica	2011	0,510	1,748	1,367	1,798
CPFL Energia	Energia Elétrica	2007	0,262	0,963	0,628	0,966
CPFL Energia	Energia Elétrica	2008	0,174	0,871	0,611	0,875
CPFL Energia	Energia Elétrica	2009	0,321	0,922	0,573	0,926
CPFL Energia	Energia Elétrica	2010	0,353	0,875	0,578	0,880
CPFL Energia	Energia Elétrica	2011	0,600	1,182	0,540	1,192
Cr2	Construção	2007	7,389	8,121	10,683	11,516
Cr2	Construção	2008	0,295	1,519	3,251	3,583
Cr2	Construção	2009	0,151	1,156	2,208	1,840
Cr2	Construção	2010	0,134	1,566	2,099	1,994
Cr2	Construção	2011	0,056	1,431	2,248	1,999
Cremer	Têxtil	2007	4,877	6,413	5,016	7,150
Cremer	Têxtil	2008	3,514	5,235	5,274	6,365
Cremer	Têxtil	2009	1,985	2,971	1,754	3,404
Cremer	Têxtil	2010	0,022	1,491	0,848	1,930
Cremer	Têxtil	2011	0,019	1,963	0,745	2,419
Csu Cardsyst.	Outros	2007	0,024	0,790	0,674	0,812
Csu Cardsyst.	Outros	2008	0,015	0,765	0,786	0,785
Csu Cardsyst.	Outros	2009	0,131	0,948	0,750	0,963
Csu Cardsyst.	Outros	2010	0,363	1,043	0,886	1,059
Csu Cardsyst.	Outros	2011	0,345	1,061	0,794	1,075
Cyrela Realty	Construção	2007	0,227	1,418	1,830	2,536
Cyrela Realty	Construção	2008	0,281	0,952	1,389	1,728
Cyrela Realty	Construção	2009	0,409	1,221	1,598	1,765
Cyrela Realty	Construção	2010	0,062	1,304	1,600	2,088
Cyrela Realty	Construção	2011	0,064	1,461	1,545	2,188
Embraer	Veículos e Peças	2007	0,722	0,920	1,235	1,718
Embraer	Veículos e Peças	2008	0,612	0,867	1,145	1,691
Embraer	Veículos e Peças	2009	0,899	1,191	1,199	2,064
Embraer	Veículos e Peças	2010	0,583	1,168	1,231	2,086
Embraer	Veículos e Peças	2011	0,475	1,016	1,149	1,819
Energias BR	Energia Elétrica	2007	0,346	1,360	0,783	1,364

Energias BR	Energia Elétrica	2008	0,201	0,772	0,579	0,776
Energias BR	Energia Elétrica	2009	0,413	1,132	0,697	1,137
Energias BR	Energia Elétrica	2010	0,446	1,127	0,699	1,138
Energias BR	Energia Elétrica	2011	0,333	0,985	0,619	1,010
Equatorial	Energia Elétrica	2007	0,807	1,404	0,856	1,411
Equatorial	Energia Elétrica	2008	0,541	1,519	0,752	1,530
Equatorial	Energia Elétrica	2009	0,580	1,604	0,713	1,613
Equatorial	Energia Elétrica	2010	0,825	1,636	0,762	1,648
Equatorial	Energia Elétrica	2011	0,308	1,328	0,687	1,339
Eternit	Minerais não Met.	2007	0,888	1,861	2,181	2,481
Eternit	Minerais não Met.	2008	0,336	1,362	1,773	1,998
Eternit	Minerais não Met.	2009	0,680	2,314	2,264	2,828
Eternit	Minerais não Met.	2010	0,233	1,415	1,715	1,993
Eternit	Minerais não Met.	2011	0,260	1,479	1,733	2,158
Eztec	Construção	2007	3,317	3,733	5,544	4,905
Eztec	Construção	2008	2,643	4,162	7,884	6,214
Eztec	Construção	2009	0,981	3,202	5,393	4,715
Eztec	Construção	2010	0,854	2,902	5,183	4,141
Eztec	Construção	2011	0,924	2,478	4,947	3,638
Ferbasa	Siderurgia e Met.	2007	3,556	4,578	5,863	7,047
Ferbasa	Siderurgia e Met.	2008	2,920	3,564	4,826	5,387
Ferbasa	Siderurgia e Met.	2009	4,024	4,998	5,920	6,592
Ferbasa	Siderurgia e Met.	2010	2,409	4,539	5,327	6,298
Ferbasa	Siderurgia e Met.	2011	2,214	4,205	4,920	6,235
Gol	Transporte	2007	0,662	1,319	1,075	1,419
Gol	Transporte	2008	0,236	0,540	0,515	0,622
Gol	Transporte	2009	0,611	0,959	0,725	1,020
Gol	Transporte	2010	1,178	1,527	0,707	1,630
Gol	Transporte	2011	0,342	0,831	0,589	0,873
Grendene	Têxtil	2007	3,244	5,404	3,789	5,958
Grendene	Têxtil	2008	3,108	5,124	3,974	5,676
Grendene	Têxtil	2009	3,082	5,431	5,240	6,007
Grendene	Têxtil	2010	0,156	5,398	5,572	5,890
Grendene	Têxtil	2011	0,268	7,283	7,517	7,910
Hypermarcas	Outros	2007	0,248	0,875	0,406	1,171
Hypermarcas	Outros	2008	0,233	1,297	0,779	1,624
Hypermarcas	Outros	2009	0,385	1,174	0,756	1,420
Hypermarcas	Outros	2010	1,378	2,300	0,931	2,566
Hypermarcas	Outros	2011	1,623	2,611	0,769	2,949
Iguatemi	Outros	2007	3,345	3,607	1,174	3,607
Iguatemi	Outros	2008	1,731	2,144	0,781	2,144
Iguatemi	Outros	2009	4,969	5,415	1,314	5,420
Iguatemi	Outros	2010	0,228	4,956	0,960	4,956
Iguatemi	Outros	2011	2,835	3,284	0,699	3,291
JBS	Alimentos e Beb.	2007	0,366	0,860	0,905	1,261
JBS	Alimentos e Beb.	2008	0,465	1,159	0,900	1,676
JBS	Alimentos e Beb.	2009	0,526	1,081	0,650	1,477
JBS	Alimentos e Beb.	2010	0,193	1,035	0,644	1,522
JBS	Alimentos e Beb.	2011	0,216	1,205	0,755	1,725
Kepler Weber	Siderurgia e Met.	2007	1,131	1,828	1,192	2,706
Kepler Weber	Siderurgia e Met.	2008	1,038	1,927	1,245	2,926
Kepler Weber	Siderurgia e Met.	2009	0,899	1,695	1,251	2,298
Kepler Weber	Siderurgia e Met.	2010	1,146	1,682	1,212	2,276
Kepler Weber	Siderurgia e Met.	2011	1,259	1,881	1,236	2,439

Light S/A	Energia Elétrica	2007	0,282	1,672	0,782	1,680
Light S/A	Energia Elétrica	2008	0,270	1,523	0,767	1,531
Light S/A	Energia Elétrica	2009	0,375	1,519	0,732	1,526
Light S/A	Energia Elétrica	2010	0,235	1,078	0,692	1,088
Light S/A	Energia Elétrica	2011	0,389	1,358	0,627	1,372
Localiza	Outros	2007	0,270	0,491	0,282	0,491
Localiza	Outros	2008	0,376	0,947	0,228	0,947
Localiza	Outros	2009	0,556	0,857	0,370	0,857
Localiza	Outros	2010	0,499	0,901	0,326	0,901
Localiza	Outros	2011	0,896	1,446	0,413	1,446
LogIn	Transporte	2007	2,863	3,773	3,066	3,804
LogIn	Transporte	2008	1,890	3,241	1,912	3,296
LogIn	Transporte	2009	1,802	3,757	0,926	3,848
LogIn	Transporte	2010	0,248	3,011	0,522	3,145
LogIn	Transporte	2011	0,116	1,697	0,379	1,802
Lojas Americ	Comércio	2007	0,356	0,785	0,834	1,070
Lojas Americ	Comércio	2008	0,576	0,966	0,820	1,218
Lojas Americ	Comércio	2009	0,709	1,176	0,831	1,582
Lojas Americ	Comércio	2010	0,037	0,995	0,849	1,316
Lojas Americ	Comércio	2011	0,029	1,164	0,874	1,483
Lojas Renner	Comércio	2007	0,082	1,133	1,310	1,332
Lojas Renner	Comércio	2008	0,233	1,196	1,357	1,443
Lojas Renner	Comércio	2009	0,387	1,199	1,327	1,391
Lojas Renner	Comércio	2010	0,699	1,634	1,378	1,916
Lojas Renner	Comércio	2011	0,543	1,532	1,192	1,910
Lopes Brasil	Outros	2007	1,592	1,845	0,589	1,845
Lopes Brasil	Outros	2008	2,255	3,177	0,631	3,177
Lopes Brasil	Outros	2009	1,444	2,007	0,713	2,007
Lopes Brasil	Outros	2010	1,200	1,589	0,775	1,589
Lopes Brasil	Outros	2011	1,125	1,649	0,781	1,649
Lupatech	Siderurgia e Met.	2007	1,005	1,736	0,653	2,267
Lupatech	Siderurgia e Met.	2008	0,827	1,678	0,640	2,190
Lupatech	Siderurgia e Met.	2009	0,871	2,593	0,546	3,682
Lupatech	Siderurgia e Met.	2010	0,236	0,994	0,432	1,639
Lupatech	Siderurgia e Met.	2011	0,028	0,367	0,391	0,568
M Diasbranco	Alimentos e Beb.	2007	0,501	1,000	1,284	1,441
M Diasbranco	Alimentos e Beb.	2008	0,128	0,664	0,811	1,039
M Diasbranco	Alimentos e Beb.	2009	0,119	0,793	0,995	1,339
M Diasbranco	Alimentos e Beb.	2010	0,189	1,448	1,375	2,369
M Diasbranco	Alimentos e Beb.	2011	0,170	0,952	0,965	1,502
Magnesita SA	Mineração	2007	0,379	0,701	0,902	0,999
Magnesita SA	Mineração	2008	0,447	1,164	0,564	1,969
Magnesita SA	Mineração	2009	0,455	1,308	0,685	1,983
Magnesita SA	Mineração	2010	0,298	2,618	0,753	3,663
Magnesita SA	Mineração	2011	1,118	2,122	0,826	2,995
Marfrig	Alimentos e Beb.	2007	0,870	1,728	0,901	2,221
Marfrig	Alimentos e Beb.	2008	0,383	0,996	0,742	1,561
Marfrig	Alimentos e Beb.	2009	1,019	1,615	0,986	2,195
Marfrig	Alimentos e Beb.	2010	0,106	1,029	0,615	1,353
Marfrig	Alimentos e Beb.	2011	0,161	1,024	0,595	1,403
Minerva	Alimentos e Beb.	2007	1,450	2,879	1,229	3,658
Minerva	Alimentos e Beb.	2008	0,825	1,589	0,774	2,114
Minerva	Alimentos e Beb.	2009	0,793	1,770	0,836	2,275
Minerva	Alimentos e Beb.	2010	0,281	2,088	0,716	2,390

Minerva	Alimentos e Beb.	2011	0,234	1,565	0,757	1,737
MRV	Construção	2007	1,401	1,917	3,667	3,400
MRV	Construção	2008	0,278	1,701	2,491	3,542
MRV	Construção	2009	0,597	1,859	2,328	2,652
MRV	Construção	2010	0,475	1,769	1,753	2,516
MRV	Construção	2011	0,351	1,564	1,607	2,265
Natura	Comércio	2007	0,420	1,110	1,112	1,370
Natura	Comércio	2008	0,328	1,058	1,107	1,371
Natura	Comércio	2009	0,374	0,903	1,353	1,284
Natura	Comércio	2010	0,032	1,085	1,294	1,563
Natura	Comércio	2011	0,077	1,188	1,113	1,728
Net	Outros	2007	0,931	1,456	0,616	1,561
Net	Outros	2008	0,746	1,129	0,463	1,192
Net	Outros	2009	0,913	1,375	0,631	1,428
Net	Outros	2010	0,638	1,100	0,578	1,163
Net	Outros	2011	0,388	0,845	0,493	0,873
PAcucarCbd	Comércio	2007	0,244	0,798	0,930	1,151
PAcucarCbd	Comércio	2008	0,476	1,194	0,985	1,654
PAcucarCbd	Comércio	2009	0,404	0,983	0,985	1,471
PAcucarCbd	Comércio	2010	0,353	0,915	0,890	1,360
PAcucarCbd	Comércio	2011	0,368	0,868	0,893	1,280
Paranapanema	Siderurgia e Met.	2007	0,264	0,557	0,730	0,919
Paranapanema	Siderurgia e Met.	2008	0,564	1,403	1,246	2,013
Paranapanema	Siderurgia e Met.	2009	0,516	0,895	1,519	1,566
Paranapanema	Siderurgia e Met.	2010	0,083	0,852	1,365	1,605
Paranapanema	Siderurgia e Met.	2011	0,056	0,795	1,255	1,350
Petrobras	Petróleo e Gás	2007	0,275	0,752	0,687	1,122
Petrobras	Petróleo e Gás	2008	0,254	0,697	0,561	1,016
Petrobras	Petróleo e Gás	2009	0,496	0,952	0,558	1,321
Petrobras	Petróleo e Gás	2010	0,534	1,528	0,692	1,877
Petrobras	Petróleo e Gás	2011	0,524	1,359	0,608	1,776
Positivo Inf	Eletroeletrônicos	2007	0,095	1,500	2,149	2,209
Positivo Inf	Eletroeletrônicos	2008	0,034	1,079	1,811	1,880
Positivo Inf	Eletroeletrônicos	2009	0,011	0,867	1,704	1,716
Positivo Inf	Eletroeletrônicos	2010	0,115	1,107	1,585	1,799
Positivo Inf	Eletroeletrônicos	2011	0,200	1,100	1,481	1,626
Profarma	Comércio	2007	0,224	2,029	1,875	3,130
Profarma	Comércio	2008	0,144	1,807	1,981	2,802
Profarma	Comércio	2009	0,054	1,565	1,968	2,542
Profarma	Comércio	2010	0,027	1,444	1,874	2,317
Profarma	Comércio	2011	0,045	1,436	1,741	2,239
Randon Part	Veículos e Peças	2007	0,383	1,298	1,320	1,728
Randon Part	Veículos e Peças	2008	0,489	1,452	1,252	2,033
Randon Part	Veículos e Peças	2009	1,051	2,222	1,254	2,779
Randon Part	Veículos e Peças	2010	1,103	2,062	1,191	2,463
Randon Part	Veículos e Peças	2011	0,692	1,835	1,220	2,391
Renar	Agro e Pesca	2007	0,023	0,537	0,607	0,942
Renar	Agro e Pesca	2008	0,008	0,480	0,523	0,804
Renar	Agro e Pesca	2009	0,056	0,499	0,655	0,890
Renar	Agro e Pesca	2010	0,009	0,281	0,349	0,596
Renar	Agro e Pesca	2011	0,001	0,360	0,409	0,690
Rodobensimob	Construção	2007	2,036	3,131	3,361	4,445
Rodobensimob	Construção	2008	0,192	1,786	2,291	2,685
Rodobensimob	Construção	2009	0,160	1,239	1,672	1,696

Rodobensimob	Construção	2010	0,098	1,397	1,421	1,809
Rodobensimob	Construção	2011	0,527	2,636	1,494	3,228
Sabesp	Outros	2007	0,189	0,885	0,461	0,906
Sabesp	Outros	2008	0,207	0,726	0,414	0,742
Sabesp	Outros	2009	0,248	0,801	0,415	0,813
Sabesp	Outros	2010	0,567	1,014	0,333	1,024
Sabesp	Outros	2011	0,542	0,928	0,318	0,939
Sanepar	Outros	2007	0,168	0,838	0,303	0,898
Sanepar	Outros	2008	0,316	0,966	0,242	1,020
Sanepar	Outros	2009	0,280	0,916	0,247	0,975
Sanepar	Outros	2010	0,216	0,789	0,265	0,857
Sanepar	Outros	2011	0,245	0,797	0,298	0,851
Saraiva Livr	Outros	2007	0,616	1,606	1,886	2,280
Saraiva Livr	Outros	2008	0,128	0,927	1,506	1,660
Saraiva Livr	Outros	2009	0,110	0,870	1,357	1,716
Saraiva Livr	Outros	2010	0,140	0,915	1,287	1,671
Saraiva Livr	Outros	2011	0,189	1,077	1,237	1,802
Schulz	Veículos e Peças	2007	0,010	0,795	0,771	1,231
Schulz	Veículos e Peças	2008	0,129	0,898	0,720	1,452
Schulz	Veículos e Peças	2009	0,513	1,413	0,806	1,840
Schulz	Veículos e Peças	2010	0,077	1,349	0,789	1,927
Schulz	Veículos e Peças	2011	0,024	1,205	0,821	1,712
SLC Agrícola	Agro e Pesca	2007	0,824	1,034	1,610	2,172
SLC Agrícola	Agro e Pesca	2008	0,521	0,764	1,040	1,812
SLC Agrícola	Agro e Pesca	2009	0,359	0,708	1,024	1,812
SLC Agrícola	Agro e Pesca	2010	0,001	1,011	0,698	1,497
SLC Agrícola	Agro e Pesca	2011	0,160	0,705	0,616	1,207
Souza Cruz	Outros	2007	0,089	0,793	1,490	1,366
Souza Cruz	Outros	2008	0,982	1,595	1,872	2,439
Souza Cruz	Outros	2009	0,736	1,199	1,547	1,837
Souza Cruz	Outros	2010	0,846	1,232	1,517	1,737
Souza Cruz	Outros	2011	0,764	1,148	1,533	1,796
Suzano Papel	Papel e Celulose	2007	0,986	1,799	0,572	2,316
Suzano Papel	Papel e Celulose	2008	0,923	1,496	0,604	1,870
Suzano Papel	Papel e Celulose	2009	1,184	1,655	0,631	1,938
Suzano Papel	Papel e Celulose	2010	1,800	2,296	0,760	2,614
Suzano Papel	Papel e Celulose	2011	1,061	1,507	0,700	1,742
Tecnisa	Construção	2007	0,364	1,694	3,089	3,311
Tecnisa	Construção	2008	0,274	1,547	2,325	3,281
Tecnisa	Construção	2009	0,708	1,833	1,732	2,537
Tecnisa	Construção	2010	0,325	1,534	1,587	2,220
Tecnisa	Construção	2011	0,388	1,813	1,676	2,513
Tegma	Transporte	2007	2,032	3,255	2,532	3,272
Tegma	Transporte	2008	0,397	1,326	0,994	1,337
Tegma	Transporte	2009	0,312	1,238	1,101	1,246
Tegma	Transporte	2010	0,175	1,848	1,610	1,855
Tegma	Transporte	2011	0,022	2,370	0,925	2,397
Telef Brasil	Telecomunicações	2007	0,162	0,879	0,713	0,901
Telef Brasil	Telecomunicações	2008	0,298	1,077	0,801	1,105
Telef Brasil	Telecomunicações	2009	0,297	0,901	0,864	0,921
Telef Brasil	Telecomunicações	2010	0,272	0,886	0,956	0,900
Telef Brasil	Telecomunicações	2011	0,231	0,890	0,823	0,927
Tempo Part	Outros	2007	3,020	4,006	3,319	4,013
Tempo Part	Outros	2008	0,076	2,677	1,988	2,690

Tempo Part	Outros	2009	0,065	2,733	2,053	2,746
Tempo Part	Outros	2010	0,018	1,831	1,670	1,839
Tempo Part	Outros	2011	0,015	2,320	1,860	2,331
Tim Part S/A	Telecomunicações	2007	0,233	0,991	0,828	1,046
Tim Part S/A	Telecomunicações	2008	0,264	0,899	0,766	0,992
Tim Part S/A	Telecomunicações	2009	0,446	1,109	0,824	1,179
Tim Part S/A	Telecomunicações	2010	0,418	1,089	0,989	1,129
Tim Part S/A	Telecomunicações	2011	0,480	1,179	1,053	1,219
Totvs	Software e Dados	2007	1,666	2,960	3,173	2,960
Totvs	Software e Dados	2008	0,880	2,059	0,685	2,059
Totvs	Software e Dados	2009	0,930	2,032	0,803	2,032
Totvs	Software e Dados	2010	0,911	2,072	1,001	2,072
Totvs	Software e Dados	2011	0,910	1,969	1,256	1,969
Tractebel	Energia Elétrica	2007	0,537	0,821	0,466	0,854
Tractebel	Energia Elétrica	2008	0,220	0,470	0,299	0,501
Tractebel	Energia Elétrica	2009	0,843	1,239	0,423	1,269
Tractebel	Energia Elétrica	2010	0,479	0,823	0,357	0,844
Tractebel	Energia Elétrica	2011	0,501	1,007	0,345	1,034
Tran Paulist	Energia Elétrica	2007	0,479	1,284	0,906	1,365
Tran Paulist	Energia Elétrica	2008	0,171	0,724	0,868	0,768
Tran Paulist	Energia Elétrica	2009	0,034	0,512	0,736	0,546
Tran Paulist	Energia Elétrica	2010	0,001	1,906	2,920	1,961
Tran Paulist	Energia Elétrica	2011	0,108	0,931	2,168	0,957
Tupy	Veículos e Peças	2007	0,472	1,481	0,831	1,989
Tupy	Veículos e Peças	2008	0,551	1,273	0,933	1,822
Tupy	Veículos e Peças	2009	0,872	1,427	0,981	1,771
Tupy	Veículos e Peças	2010	0,003	2,044	1,006	2,516
Tupy	Veículos e Peças	2011	0,019	2,299	0,981	2,576
Unipar	Química	2007	0,637	1,281	0,562	1,549
Unipar	Química	2008	0,550	1,026	0,392	1,363
Unipar	Química	2009	2,036	6,790	1,091	6,831
Unipar	Química	2010	0,133	3,517	1,208	3,559
Unipar	Química	2011	0,036	2,054	1,086	2,108
Usiminas	Siderurgia e Met.	2007	1,048	1,663	1,231	2,378
Usiminas	Siderurgia e Met.	2008	0,662	1,542	1,056	2,692
Usiminas	Siderurgia e Met.	2009	1,015	1,845	1,070	3,043
Usiminas	Siderurgia e Met.	2010	1,289	2,097	1,074	3,484
Usiminas	Siderurgia e Met.	2011	0,709	1,847	1,015	3,083
VAgro	Outros	2007	0,002	0,353	1,003	1,370
VAgro	Outros	2008	0,007	0,334	0,441	0,868
VAgro	Outros	2009	2,043	3,196	2,401	4,984
VAgro	Outros	2010	0,400	0,874	0,939	1,390
VAgro	Outros	2011	0,051	0,612	0,834	0,986
Valid	Outros	2007	0,557	1,942	2,547	2,925
Valid	Outros	2008	0,449	1,756	0,964	2,753
Valid	Outros	2009	1,301	2,709	1,047	3,685
Valid	Outros	2010	0,742	1,574	1,144	2,026
Valid	Outros	2011	0,771	1,646	1,204	2,096
Viver	Construção	2007	0,062	1,097	1,915	3,166
Viver	Construção	2008	0,154	0,838	1,518	2,207
Viver	Construção	2009	0,247	1,194	1,638	2,242
Viver	Construção	2010	0,291	1,625	1,750	2,409
Viver	Construção	2011	0,121	1,247	1,435	1,749

Empresa	Setor	Anos	Indicadores de Rentabilidade			
			Giro Ativo	Margem Líquida	Rentabilidade do PL	Rentabilidade do Ativo
B2W Varejo	Comércio	2007	1,390	0,025	0,179	0,035
B2W Varejo	Comércio	2008	1,459	0,020	0,233	0,029
B2W Varejo	Comércio	2009	1,585	0,013	0,209	0,020
B2W Varejo	Comércio	2010	1,472	0,008	0,142	0,012
B2W Varejo	Comércio	2011	1,159	-0,021	-0,131	-0,024
BR Malls Par	Outros	2007	0,119	-0,340	-0,062	-0,041
BR Malls Par	Outros	2008	0,104	-0,094	-0,017	-0,010
BR Malls Par	Outros	2009	0,066	2,788	0,321	0,184
BR Malls Par	Outros	2010	0,057	0,906	0,094	0,052
BR Malls Par	Outros	2011	0,070	0,547	0,078	0,038
Brasilagro	Agro e Pesca	2007	0,000	-4,432	-0,002	-0,002
Brasilagro	Agro e Pesca	2008	0,006	-0,939	-0,008	-0,006
Brasilagro	Agro e Pesca	2009	0,008	0,008	0,000	0,000
Brasilagro	Agro e Pesca	2010	0,054	-0,122	-0,009	-0,007
Brasilagro	Agro e Pesca	2011	0,114	0,202	0,032	0,023
Braskem	Química	2007	0,951	0,031	0,109	0,029
Braskem	Química	2008	0,824	-0,139	-0,528	-0,114
Braskem	Química	2009	0,681	0,060	0,218	0,041
Braskem	Química	2010	0,901	0,074	0,251	0,067
Braskem	Química	2011	0,924	-0,016	-0,052	-0,015
BRF Foods	Alimentos e Beb.	2007	1,167	0,048	0,121	0,057
BRF Foods	Alimentos e Beb.	2008	1,283	0,005	0,015	0,006
BRF Foods	Alimentos e Beb.	2009	0,861	0,008	0,014	0,007
BRF Foods	Alimentos e Beb.	2010	0,848	0,035	0,060	0,030
BRF Foods	Alimentos e Beb.	2011	0,890	0,053	0,099	0,047
Brookfield	Construção	2007	0,255	0,369	0,137	0,094
Brookfield	Construção	2008	0,269	0,130	0,076	0,035
Brookfield	Construção	2009	0,368	0,111	0,103	0,041
Brookfield	Construção	2010	0,506	0,111	0,142	0,056
Brookfield	Construção	2011	0,452	0,088	0,114	0,040
Caf Brasilia	Alimentos e Beb.	2007	0,228	-5,929	0,154	-1,351
Caf Brasilia	Alimentos e Beb.	2008	0,204	-12,257	0,226	-2,496
Caf Brasilia	Alimentos e Beb.	2009	0,164	-12,949	0,155	-2,129
Caf Brasilia	Alimentos e Beb.	2010	0,129	-23,812	0,186	-3,073
Caf Brasilia	Alimentos e Beb.	2011	0,079	15,658	-0,243	1,244
Celesc	Energia Elétrica	2007	0,815	0,109	0,260	0,089
Celesc	Energia Elétrica	2008	0,812	0,073	0,167	0,060
Celesc	Energia Elétrica	2009	0,832	0,035	0,076	0,029
Celesc	Energia Elétrica	2010	0,863	0,068	0,149	0,058
Celesc	Energia Elétrica	2011	0,809	0,077	0,157	0,062
Cemig	Energia Elétrica	2007	0,432	0,169	0,218	0,073
Cemig	Energia Elétrica	2008	0,448	0,173	0,213	0,078
Cemig	Energia Elétrica	2009	0,440	0,159	0,190	0,070
Cemig	Energia Elétrica	2010	0,412	0,176	0,208	0,072
Cemig	Energia Elétrica	2011	0,446	0,153	0,208	0,068
Cesp	Energia Elétrica	2007	0,111	0,082	0,017	0,009
Cesp	Energia Elétrica	2008	0,135	-0,948	-0,258	-0,128
Cesp	Energia Elétrica	2009	0,159	0,288	0,093	0,046
Cesp	Energia Elétrica	2010	0,165	0,032	0,010	0,005
Cesp	Energia Elétrica	2011	0,159	0,037	0,011	0,006
Cia Hering	Têxtil	2007	0,629	0,051	0,114	0,032

Cia Hering	Têxtil	2008	0,746	0,073	0,146	0,055
Cia Hering	Têxtil	2009	1,071	0,159	0,410	0,170
Cia Hering	Têxtil	2010	1,310	0,209	0,502	0,274
Cia Hering	Têxtil	2011	1,353	0,220	0,480	0,297
Comgas	Petróleo e Gás	2007	1,057	0,138	0,417	0,146
Comgas	Petróleo e Gás	2008	1,116	0,129	0,464	0,144
Comgas	Petróleo e Gás	2009	0,991	0,095	0,305	0,094
Comgas	Petróleo e Gás	2010	1,067	0,142	0,437	0,151
Comgas	Petróleo e Gás	2011	1,006	0,058	0,180	0,058
Copasa	Outros	2007	0,349	0,177	0,097	0,062
Copasa	Outros	2008	0,341	0,126	0,073	0,043
Copasa	Outros	2009	0,494	0,161	0,142	0,079
Copasa	Outros	2010	0,454	0,207	0,168	0,094
Copasa	Outros	2011	0,413	0,144	0,106	0,060
Copel	Energia Elétrica	2007	0,446	0,204	0,163	0,091
Copel	Energia Elétrica	2008	0,426	0,198	0,141	0,084
Copel	Energia Elétrica	2009	0,415	0,183	0,122	0,076
Copel	Energia Elétrica	2010	0,435	0,143	0,099	0,062
Copel	Energia Elétrica	2011	0,421	0,149	0,101	0,063
CPFL Energia	Energia Elétrica	2007	0,635	0,175	0,335	0,111
CPFL Energia	Energia Elétrica	2008	0,610	0,131	0,256	0,080
CPFL Energia	Energia Elétrica	2009	0,638	0,122	0,255	0,078
CPFL Energia	Energia Elétrica	2010	0,651	0,128	0,266	0,083
CPFL Energia	Energia Elétrica	2011	0,538	0,120	0,226	0,064
Cr2	Construção	2007	0,151	-0,131	-0,024	-0,020
Cr2	Construção	2008	0,466	0,163	0,101	0,076
Cr2	Construção	2009	0,454	0,050	0,040	0,023
Cr2	Construção	2010	0,552	0,108	0,121	0,060
Cr2	Construção	2011	0,244	0,038	0,018	0,009
Cremer	Têxtil	2007	0,914	-0,017	-0,021	-0,015
Cremer	Têxtil	2008	0,860	0,087	0,090	0,075
Cremer	Têxtil	2009	1,026	0,111	0,166	0,114
Cremer	Têxtil	2010	0,831	0,086	0,133	0,071
Cremer	Têxtil	2011	0,683	0,041	0,064	0,028
Csu Cardsyst.	Outros	2007	1,207	-0,031	-0,082	-0,037
Csu Cardsyst.	Outros	2008	1,210	0,026	0,077	0,032
Csu Cardsyst.	Outros	2009	1,353	0,045	0,138	0,061
Csu Cardsyst.	Outros	2010	1,295	0,086	0,233	0,112
Csu Cardsyst.	Outros	2011	1,235	0,057	0,149	0,070
Cyrela Realty	Construção	2007	0,440	0,247	0,210	0,109
Cyrela Realty	Construção	2008	0,464	0,098	0,133	0,045
Cyrela Realty	Construção	2009	0,451	0,178	0,244	0,081
Cyrela Realty	Construção	2010	0,433	0,123	0,147	0,053
Cyrela Realty	Construção	2011	0,481	0,081	0,112	0,039
Embraer	Veículos e Peças	2007	0,625	0,066	0,128	0,041
Embraer	Veículos e Peças	2008	0,632	0,036	0,076	0,023
Embraer	Veículos e Peças	2009	0,578	0,083	0,163	0,048
Embraer	Veículos e Peças	2010	0,627	0,061	0,114	0,038
Embraer	Veículos e Peças	2011	0,644	0,016	0,029	0,010
Energias BR	Energia Elétrica	2007	0,468	0,097	0,115	0,046
Energias BR	Energia Elétrica	2008	0,486	0,079	0,104	0,039
Energias BR	Energia Elétrica	2009	0,423	0,134	0,160	0,057
Energias BR	Energia Elétrica	2010	0,414	0,116	0,132	0,048
Energias BR	Energia Elétrica	2011	0,408	0,091	0,107	0,037

Equatorial	Energia Elétrica	2007	0,410	0,176	0,213	0,072
Equatorial	Energia Elétrica	2008	0,635	0,128	0,328	0,081
Equatorial	Energia Elétrica	2009	0,482	0,083	0,182	0,040
Equatorial	Energia Elétrica	2010	0,417	0,105	0,154	0,044
Equatorial	Energia Elétrica	2011	0,593	0,081	0,127	0,048
Eternit	Minerais não Met.	2007	1,173	0,109	0,189	0,128
Eternit	Minerais não Met.	2008	1,479	0,149	0,338	0,221
Eternit	Minerais não Met.	2009	1,245	0,126	0,236	0,157
Eternit	Minerais não Met.	2010	1,254	0,135	0,260	0,169
Eternit	Minerais não Met.	2011	1,212	0,118	0,229	0,144
Eztec	Construção	2007	0,318	0,246	0,100	0,078
Eztec	Construção	2008	0,365	0,306	0,133	0,111
Eztec	Construção	2009	0,494	0,322	0,191	0,159
Eztec	Construção	2010	0,506	0,383	0,242	0,194
Eztec	Construção	2011	0,472	0,442	0,264	0,208
Ferbasa	Siderurgia e Met.	2007	0,730	0,128	0,104	0,094
Ferbasa	Siderurgia e Met.	2008	1,073	0,382	0,474	0,410
Ferbasa	Siderurgia e Met.	2009	0,458	0,079	0,042	0,036
Ferbasa	Siderurgia e Met.	2010	0,620	0,199	0,141	0,123
Ferbasa	Siderurgia e Met.	2011	0,523	0,141	0,085	0,074
Gol	Transporte	2007	1,041	0,054	0,120	0,056
Gol	Transporte	2008	1,014	-0,193	-0,661	-0,196
Gol	Transporte	2009	0,784	0,143	0,411	0,112
Gol	Transporte	2010	0,799	0,031	0,074	0,025
Gol	Transporte	2011	0,765	-0,100	-0,293	-0,076
Grendene	Têxtil	2007	0,836	0,105	0,120	0,088
Grendene	Têxtil	2008	0,858	0,184	0,205	0,157
Grendene	Têxtil	2009	0,858	0,187	0,200	0,160
Grendene	Têxtil	2010	0,853	0,195	0,199	0,166
Grendene	Têxtil	2011	0,733	0,206	0,176	0,151
Hypermarcas	Outros	2007	0,731	0,070	0,161	0,051
Hypermarcas	Outros	2008	0,482	-0,156	-0,159	-0,075
Hypermarcas	Outros	2009	0,411	0,155	0,117	0,064
Hypermarcas	Outros	2010	0,388	0,083	0,062	0,032
Hypermarcas	Outros	2011	0,285	-0,016	-0,009	-0,005
Iguatemi	Outros	2007	0,149	0,364	0,093	0,054
Iguatemi	Outros	2008	0,137	0,405	0,088	0,055
Iguatemi	Outros	2009	0,128	0,398	0,074	0,051
Iguatemi	Outros	2010	0,124	0,575	0,106	0,071
Iguatemi	Outros	2011	0,127	0,461	0,099	0,059
JBS	Alimentos e Beb.	2007	2,374	-0,012	-0,102	-0,028
JBS	Alimentos e Beb.	2008	2,472	0,001	0,006	0,002
JBS	Alimentos e Beb.	2009	1,171	0,004	0,011	0,004
JBS	Alimentos e Beb.	2010	1,265	-0,005	-0,018	-0,007
JBS	Alimentos e Beb.	2011	1,344	-0,001	-0,004	-0,002
Kepler Weber	Siderurgia e Met.	2007	0,430	-0,062	3,756	-0,027
Kepler Weber	Siderurgia e Met.	2008	0,811	-0,010	-0,019	-0,008
Kepler Weber	Siderurgia e Met.	2009	0,516	-0,014	-0,017	-0,007
Kepler Weber	Siderurgia e Met.	2010	0,756	0,069	0,116	0,052
Kepler Weber	Siderurgia e Met.	2011	0,702	0,067	0,100	0,047
Light S/A	Energia Elétrica	2007	0,571	0,216	0,516	0,123
Light S/A	Energia Elétrica	2008	0,586	0,181	0,356	0,106
Light S/A	Energia Elétrica	2009	0,577	0,111	0,213	0,064
Light S/A	Energia Elétrica	2010	0,687	0,088	0,185	0,061

Light S/A	Energia Elétrica	2011	0,675	0,045	0,095	0,030
Localiza	Outros	2007	0,904	0,104	0,364	0,094
Localiza	Outros	2008	0,950	0,075	0,267	0,071
Localiza	Outros	2009	0,788	0,056	0,178	0,044
Localiza	Outros	2010	0,843	0,102	0,340	0,086
Localiza	Outros	2011	0,793	0,100	0,289	0,079
LogIn	Transporte	2007	0,614	0,190	0,183	0,117
LogIn	Transporte	2008	0,567	0,188	0,140	0,106
LogIn	Transporte	2009	0,498	-0,015	-0,011	-0,008
LogIn	Transporte	2010	0,599	0,030	0,031	0,018
LogIn	Transporte	2011	0,496	-0,119	-0,136	-0,059
Lojas Americ	Comércio	2007	1,224	0,018	0,332	0,022
Lojas Americ	Comércio	2008	1,198	0,013	0,307	0,015
Lojas Americ	Comércio	2009	1,249	0,018	0,451	0,023
Lojas Americ	Comércio	2010	1,273	0,033	0,744	0,042
Lojas Americ	Comércio	2011	1,163	0,033	0,596	0,039
Lojas Renner	Comércio	2007	1,496	0,081	0,277	0,121
Lojas Renner	Comércio	2008	1,485	0,074	0,251	0,110
Lojas Renner	Comércio	2009	1,358	0,080	0,255	0,109
Lojas Renner	Comércio	2010	1,257	0,112	0,342	0,141
Lojas Renner	Comércio	2011	1,191	0,104	0,310	0,124
Lopes Brasil	Outros	2007	0,438	0,364	2,926	0,160
Lopes Brasil	Outros	2008	0,506	-0,289	-4,707	-0,146
Lopes Brasil	Outros	2009	0,720	0,223	6,476	0,160
Lopes Brasil	Outros	2010	0,514	0,320	0,786	0,165
Lopes Brasil	Outros	2011	0,408	0,330	0,412	0,135
Lupatech	Siderurgia e Met.	2007	0,461	-0,128	-0,197	-0,059
Lupatech	Siderurgia e Met.	2008	0,517	-0,124	-0,388	-0,064
Lupatech	Siderurgia e Met.	2009	0,359	0,028	0,064	0,010
Lupatech	Siderurgia e Met.	2010	0,398	-0,126	-0,312	-0,050
Lupatech	Siderurgia e Met.	2011	0,389	-0,420	-3,548	-0,164
M Diasbranco	Alimentos e Beb.	2007	0,920	0,053	0,088	0,049
M Diasbranco	Alimentos e Beb.	2008	1,087	0,098	0,198	0,106
M Diasbranco	Alimentos e Beb.	2009	1,013	0,148	0,259	0,150
M Diasbranco	Alimentos e Beb.	2010	1,056	0,144	0,218	0,152
M Diasbranco	Alimentos e Beb.	2011	1,074	0,126	0,195	0,135
Magnesita SA	Mineração	2007	0,264	-0,180	-0,135	-0,047
Magnesita SA	Mineração	2008	0,372	-0,037	-0,037	-0,014
Magnesita SA	Mineração	2009	0,366	-0,015	-0,014	-0,006
Magnesita SA	Mineração	2010	0,458	0,040	0,042	0,018
Magnesita SA	Mineração	2011	0,450	0,042	0,040	0,019
Marfrig	Alimentos e Beb.	2007	1,104	0,025	0,113	0,028
Marfrig	Alimentos e Beb.	2008	0,920	-0,006	-0,018	-0,005
Marfrig	Alimentos e Beb.	2009	0,933	0,071	0,196	0,066
Marfrig	Alimentos e Beb.	2010	0,933	0,009	0,036	0,009
Marfrig	Alimentos e Beb.	2011	0,943	-0,034	-0,210	-0,032
Minerva	Alimentos e Beb.	2007	1,290	0,024	0,097	0,031
Minerva	Alimentos e Beb.	2008	1,258	-0,102	-0,522	-0,129
Minerva	Alimentos e Beb.	2009	1,276	0,025	0,159	0,032
Minerva	Alimentos e Beb.	2010	1,450	0,006	0,040	0,009
Minerva	Alimentos e Beb.	2011	1,298	0,011	0,074	0,015
MRV	Construção	2007	0,336	0,111	0,058	0,037
MRV	Construção	2008	0,484	0,208	0,158	0,101
MRV	Construção	2009	0,468	0,211	0,176	0,099

MRV	Construção	2010	0,542	0,210	0,241	0,114
MRV	Construção	2011	0,503	0,189	0,241	0,095
Natura	Comércio	2007	1,748	0,150	0,701	0,263
Natura	Comércio	2008	1,774	0,143	0,753	0,254
Natura	Comércio	2009	1,747	0,161	0,744	0,282
Natura	Comércio	2010	1,723	0,145	0,621	0,250
Natura	Comércio	2011	1,594	0,149	0,663	0,237
Net	Outros	2007	0,662	0,064	0,088	0,042
Net	Outros	2008	0,661	-0,026	-0,035	-0,017
Net	Outros	2009	0,640	0,160	0,239	0,102
Net	Outros	2010	0,641	0,057	0,084	0,036
Net	Outros	2011	0,768	0,056	0,093	0,043
PAcucarCbd	Comércio	2007	1,221	0,014	0,043	0,017
PAcucarCbd	Comércio	2008	1,372	0,014	0,050	0,020
PAcucarCbd	Comércio	2009	1,474	0,025	0,099	0,037
PAcucarCbd	Comércio	2010	1,339	0,023	0,106	0,030
PAcucarCbd	Comércio	2011	1,463	0,015	0,098	0,023
Paranapanema	Siderurgia e Met.	2007	1,104	-0,027	30,835	-0,030
Paranapanema	Siderurgia e Met.	2008	0,990	0,038	0,234	0,038
Paranapanema	Siderurgia e Met.	2009	0,815	0,077	0,149	0,063
Paranapanema	Siderurgia e Met.	2010	0,971	0,015	0,030	0,014
Paranapanema	Siderurgia e Met.	2011	1,092	-0,012	-0,028	-0,013
Petrobras	Petróleo e Gás	2007	0,772	0,126	0,204	0,097
Petrobras	Petróleo e Gás	2008	0,822	0,153	0,262	0,126
Petrobras	Petróleo e Gás	2009	0,573	0,159	0,195	0,091
Petrobras	Petróleo e Gás	2010	0,493	0,165	0,151	0,081
Petrobras	Petróleo e Gás	2011	0,436	0,136	0,105	0,060
Positivo Inf	Eletroeletrônicos	2007	2,079	0,041	0,155	0,086
Positivo Inf	Eletroeletrônicos	2008	1,831	0,071	0,248	0,129
Positivo Inf	Eletroeletrônicos	2009	1,730	0,055	0,199	0,095
Positivo Inf	Eletroeletrônicos	2010	1,563	0,038	0,136	0,060
Positivo Inf	Eletroeletrônicos	2011	1,302	-0,033	-0,104	-0,042
Profarma	Comércio	2007	2,653	0,015	0,080	0,040
Profarma	Comércio	2008	2,751	0,012	0,069	0,034
Profarma	Comércio	2009	2,762	0,021	0,112	0,057
Profarma	Comércio	2010	3,099	0,011	0,068	0,034
Profarma	Comércio	2011	2,887	0,009	0,054	0,025
Randon Part	Veículos e Peças	2007	1,585	0,069	0,302	0,109
Randon Part	Veículos e Peças	2008	1,524	0,076	0,328	0,115
Randon Part	Veículos e Peças	2009	1,030	0,056	0,166	0,058
Randon Part	Veículos e Peças	2010	1,183	0,067	0,243	0,079
Randon Part	Veículos e Peças	2011	1,076	0,065	0,213	0,070
Renar	Agro e Pesca	2007	0,355	-0,244	-0,134	-0,087
Renar	Agro e Pesca	2008	0,398	-0,085	-0,062	-0,034
Renar	Agro e Pesca	2009	0,302	-0,468	-0,288	-0,142
Renar	Agro e Pesca	2010	0,417	-0,534	-0,609	-0,223
Renar	Agro e Pesca	2011	0,274	-0,411	-0,409	-0,113
Rodobensimob	Construção	2007	0,271	0,314	0,133	0,085
Rodobensimob	Construção	2008	0,447	0,205	0,145	0,092
Rodobensimob	Construção	2009	0,372	0,060	0,045	0,022
Rodobensimob	Construção	2010	0,388	0,102	0,110	0,039
Rodobensimob	Construção	2011	0,355	0,078	0,083	0,028
Sabesp	Outros	2007	0,326	0,176	0,112	0,057
Sabesp	Outros	2008	0,328	0,010	0,007	0,003

Sabesp	Outros	2009	0,323	0,204	0,137	0,066
Sabesp	Outros	2010	0,411	0,177	0,161	0,073
Sabesp	Outros	2011	0,409	0,123	0,121	0,050
Sanepar	Outros	2007	0,284	0,129	0,064	0,037
Sanepar	Outros	2008	0,284	0,110	0,063	0,031
Sanepar	Outros	2009	0,292	0,099	0,069	0,029
Sanepar	Outros	2010	0,291	0,092	0,064	0,027
Sanepar	Outros	2011	0,317	0,143	0,111	0,045
Saraiva Livr	Outros	2007	1,560	0,096	0,273	0,149
Saraiva Livr	Outros	2008	1,812	0,066	0,233	0,119
Saraiva Livr	Outros	2009	1,642	0,042	0,150	0,069
Saraiva Livr	Outros	2010	1,608	0,039	0,154	0,063
Saraiva Livr	Outros	2011	1,548	0,034	0,146	0,053
Schulz	Veículos e Peças	2007	1,265	0,071	0,253	0,090
Schulz	Veículos e Peças	2008	1,217	-0,027	-0,116	-0,032
Schulz	Veículos e Peças	2009	0,755	0,095	0,307	0,072
Schulz	Veículos e Peças	2010	0,975	0,080	0,256	0,078
Schulz	Veículos e Peças	2011	0,918	0,070	0,186	0,064
SLC Agrícola	Agro e Pesca	2007	0,414	0,118	0,088	0,049
SLC Agrícola	Agro e Pesca	2008	0,346	0,108	0,072	0,037
SLC Agrícola	Agro e Pesca	2009	0,382	0,019	0,015	0,007
SLC Agrícola	Agro e Pesca	2010	0,378	0,034	0,022	0,013
SLC Agrícola	Agro e Pesca	2011	0,300	0,081	0,043	0,024
Souza Cruz	Outros	2007	1,354	0,187	0,558	0,254
Souza Cruz	Outros	2008	1,548	0,236	0,675	0,365
Souza Cruz	Outros	2009	1,559	0,256	0,738	0,400
Souza Cruz	Outros	2010	1,331	0,198	0,547	0,263
Souza Cruz	Outros	2011	1,272	0,289	0,768	0,367
Suzano Papel	Papel e Celulose	2007	0,315	0,158	0,128	0,050
Suzano Papel	Papel e Celulose	2008	0,333	-0,111	-0,111	-0,037
Suzano Papel	Papel e Celulose	2009	0,307	0,222	0,216	0,068
Suzano Papel	Papel e Celulose	2010	0,285	0,170	0,118	0,049
Suzano Papel	Papel e Celulose	2011	0,239	0,006	0,003	0,001
Tecnisa	Construção	2007	0,415	0,096	0,072	0,040
Tecnisa	Construção	2008	0,383	0,153	0,097	0,058
Tecnisa	Construção	2009	0,384	0,156	0,132	0,060
Tecnisa	Construção	2010	0,526	0,141	0,209	0,074
Tecnisa	Construção	2011	0,451	0,090	0,114	0,041
Tegma	Transporte	2007	2,282	0,062	0,204	0,141
Tegma	Transporte	2008	1,785	0,054	0,157	0,097
Tegma	Transporte	2009	1,937	0,067	0,231	0,131
Tegma	Transporte	2010	1,973	0,096	0,296	0,190
Tegma	Transporte	2011	1,942	0,065	0,236	0,125
Telef Brasil	Telecomunicações	2007	0,795	0,160	0,230	0,127
Telef Brasil	Telecomunicações	2008	0,821	0,151	0,243	0,124
Telef Brasil	Telecomunicações	2009	0,781	0,138	0,216	0,107
Telef Brasil	Telecomunicações	2010	0,779	0,152	0,221	0,119
Telef Brasil	Telecomunicações	2011	0,682	0,150	0,158	0,102
Tempo Part	Outros	2007	1,794	-0,158	-0,385	-0,284
Tempo Part	Outros	2008	1,241	-0,197	-0,373	-0,245
Tempo Part	Outros	2009	1,459	0,004	0,011	0,006
Tempo Part	Outros	2010	1,787	0,030	0,099	0,054
Tempo Part	Outros	2011	1,851	0,031	0,106	0,058
Tim Part S/A	Telecomunicações	2007	0,866	0,006	0,010	0,005

Tim Part S/A	Telecomunicações	2008	0,850	0,014	0,023	0,012
Tim Part S/A	Telecomunicações	2009	0,778	0,016	0,027	0,013
Tim Part S/A	Telecomunicações	2010	0,785	0,153	0,238	0,120
Tim Part S/A	Telecomunicações	2011	0,798	0,075	0,110	0,060
Totvs	Software e Dados	2007	1,014	0,085	0,105	0,086
Totvs	Software e Dados	2008	0,914	0,071	0,119	0,065
Totvs	Software e Dados	2009	0,879	0,122	0,252	0,107
Totvs	Software e Dados	2010	0,861	0,122	0,246	0,105
Totvs	Software e Dados	2011	0,929	0,132	0,247	0,123
Tractebel	Energia Elétrica	2007	0,502	0,344	0,375	0,172
Tractebel	Energia Elétrica	2008	0,461	0,324	0,372	0,149
Tractebel	Energia Elétrica	2009	0,389	0,324	0,331	0,126
Tractebel	Energia Elétrica	2010	0,364	0,295	0,277	0,108
Tractebel	Energia Elétrica	2011	0,343	0,335	0,275	0,115
Tran Paulist	Energia Elétrica	2007	0,253	0,650	0,222	0,165
Tran Paulist	Energia Elétrica	2008	0,288	0,529	0,205	0,152
Tran Paulist	Energia Elétrica	2009	0,276	0,500	0,200	0,138
Tran Paulist	Energia Elétrica	2010	0,341	0,135	0,070	0,046
Tran Paulist	Energia Elétrica	2011	0,378	0,316	0,201	0,119
Tupy	Veículos e Peças	2007	0,915	0,070	0,252	0,064
Tupy	Veículos e Peças	2008	0,944	0,095	0,239	0,090
Tupy	Veículos e Peças	2009	0,580	0,128	0,190	0,074
Tupy	Veículos e Peças	2010	0,817	0,083	0,168	0,067
Tupy	Veículos e Peças	2011	0,741	0,093	0,197	0,069
Unipar	Química	2007	0,793	0,052	0,123	0,041
Unipar	Química	2008	0,570	-0,033	-0,135	-0,019
Unipar	Química	2009	0,757	-0,135	-0,987	-0,102
Unipar	Química	2010	0,260	0,096	0,084	0,025
Unipar	Química	2011	0,364	0,013	0,012	0,005
Usiminas	Siderurgia e Met.	2007	0,697	0,229	0,277	0,160
Usiminas	Siderurgia e Met.	2008	0,651	0,205	0,234	0,134
Usiminas	Siderurgia e Met.	2009	0,409	0,113	0,080	0,046
Usiminas	Siderurgia e Met.	2010	0,450	0,121	0,095	0,055
Usiminas	Siderurgia e Met.	2011	0,365	0,020	0,013	0,007
VAgro	Outros	2007	0,644	-0,112	-0,115	-0,072
VAgro	Outros	2008	0,651	-0,562	-0,952	-0,366
VAgro	Outros	2009	0,666	-0,253	-0,338	-0,169
VAgro	Outros	2010	0,422	-0,058	-0,041	-0,024
VAgro	Outros	2011	0,426	-0,212	-0,190	-0,090
Valid	Outros	2007	1,476	0,155	0,306	0,230
Valid	Outros	2008	1,358	0,079	0,181	0,108
Valid	Outros	2009	1,048	0,104	0,205	0,109
Valid	Outros	2010	1,013	0,124	0,225	0,126
Valid	Outros	2011	1,015	0,128	0,233	0,130
Viver	Construção	2007	0,197	-0,328	-0,163	-0,065
Viver	Construção	2008	0,363	-0,132	-0,112	-0,048
Viver	Construção	2009	0,271	0,027	0,018	0,007
Viver	Construção	2010	0,349	0,087	0,070	0,030
Viver	Construção	2011	0,258	-0,158	-0,108	-0,041
Empresa	Setor	Anos	Indicadores de Endividamento			Q de Tobin
			Endivida- mento	Composição do Endividamento		
B2W Varejo	Comércio	2007	4,613	0,918		3,538
B2W Varejo	Comércio	2008	10,861	0,711		1,773

B2W Varejo	Comércio	2009	8,411	0,468	2,160
B2W Varejo	Comércio	2010	13,216	0,711	1,122
B2W Varejo	Comércio	2011	2,591	0,474	0,473
BR Malls Par	Outros	2007	0,577	0,184	0,670
BR Malls Par	Outros	2008	0,957	0,106	0,613
BR Malls Par	Outros	2009	0,670	0,090	0,510
BR Malls Par	Outros	2010	0,928	0,099	1,027
BR Malls Par	Outros	2011	1,126	0,138	1,182
Brasilagro	Agro e Pesca	2007	0,300	0,856	0,461
Brasilagro	Agro e Pesca	2008	0,230	0,684	0,285
Brasilagro	Agro e Pesca	2009	0,181	0,493	0,552
Brasilagro	Agro e Pesca	2010	0,588	0,232	0,925
Brasilagro	Agro e Pesca	2011	0,254	0,470	0,560
Braskem	Química	2007	2,629	0,391	0,763
Braskem	Química	2008	5,169	0,398	0,751
Braskem	Química	2009	3,662	0,420	0,906
Braskem	Química	2010	2,318	0,351	0,914
Braskem	Química	2011	2,837	0,328	0,821
BRF Foods	Alimentos e Beb.	2007	1,028	0,585	0,755
BRF Foods	Alimentos e Beb.	2008	1,729	0,433	0,535
BRF Foods	Alimentos e Beb.	2009	0,958	0,467	0,942
BRF Foods	Alimentos e Beb.	2010	1,036	0,403	1,194
BRF Foods	Alimentos e Beb.	2011	1,131	0,502	1,255
Brookfield	Construção	2007	0,359	0,527	0,687
Brookfield	Construção	2008	1,833	0,359	0,651
Brookfield	Construção	2009	1,296	0,371	0,816
Brookfield	Construção	2010	1,752	0,455	0,783
Brookfield	Construção	2011	1,999	0,343	0,597
Caf Brasilia	Alimentos e Beb.	2007	-1,104	0,644	10,579
Caf Brasilia	Alimentos e Beb.	2008	-1,080	0,656	13,512
Caf Brasilia	Alimentos e Beb.	2009	-1,067	0,696	16,013
Caf Brasilia	Alimentos e Beb.	2010	-1,055	0,752	19,040
Caf Brasilia	Alimentos e Beb.	2011	-1,795	0,657	1,918
Celesc	Energia Elétrica	2007	1,909	0,426	0,592
Celesc	Energia Elétrica	2008	1,712	0,412	0,449
Celesc	Energia Elétrica	2009	1,516	0,410	0,507
Celesc	Energia Elétrica	2010	1,578	0,388	0,677
Celesc	Energia Elétrica	2011	1,467	0,415	0,630
Cemig	Energia Elétrica	2007	1,892	0,369	0,570
Cemig	Energia Elétrica	2008	1,603	0,387	0,568
Cemig	Energia Elétrica	2009	1,809	0,469	0,641
Cemig	Energia Elétrica	2010	1,924	0,290	0,768
Cemig	Energia Elétrica	2011	2,181	0,475	1,197
Cesp	Energia Elétrica	2007	0,903	0,210	0,729
Cesp	Energia Elétrica	2008	1,158	0,197	0,698
Cesp	Energia Elétrica	2009	0,914	0,207	0,784
Cesp	Energia Elétrica	2010	0,803	0,188	0,817
Cesp	Energia Elétrica	2011	0,803	0,197	0,976
Cia Hering	Têxtil	2007	1,505	0,419	0,405
Cia Hering	Têxtil	2008	1,851	0,459	0,412
Cia Hering	Têxtil	2009	1,069	0,562	0,993
Cia Hering	Têxtil	2010	0,690	0,682	5,864
Cia Hering	Têxtil	2011	0,559	0,709	6,585
Comgas	Petróleo e Gás	2007	1,914	0,414	1,779

Comgas	Petróleo e Gás	2008	2,529	0,584	1,142
Comgas	Petróleo e Gás	2009	1,994	0,518	1,343
Comgas	Petróleo e Gás	2010	1,796	0,452	1,812
Comgas	Petróleo e Gás	2011	2,456	0,421	1,794
Copasa	Outros	2007	0,642	0,232	0,590
Copasa	Outros	2008	0,731	0,209	0,589
Copasa	Outros	2009	0,855	0,196	0,700
Copasa	Outros	2010	0,740	0,222	0,766
Copasa	Outros	2011	0,824	0,260	0,963
Copel	Energia Elétrica	2007	0,708	0,354	0,760
Copel	Energia Elétrica	2008	0,646	0,378	0,559
Copel	Energia Elétrica	2009	0,567	0,368	0,727
Copel	Energia Elétrica	2010	0,619	0,371	0,712
Copel	Energia Elétrica	2011	0,617	0,282	0,739
CPFL Energia	Energia Elétrica	2007	2,148	0,396	0,893
CPFL Energia	Energia Elétrica	2008	2,237	0,378	0,850
CPFL Energia	Energia Elétrica	2009	2,319	0,389	0,877
CPFL Energia	Energia Elétrica	2010	2,089	0,326	0,967
CPFL Energia	Energia Elétrica	2011	2,879	0,221	1,404
Cr2	Construção	2007	0,170	0,519	0,234
Cr2	Construção	2008	0,489	0,566	0,381
Cr2	Construção	2009	0,998	0,618	0,356
Cr2	Construção	2010	1,042	0,569	0,382
Cr2	Construção	2011	0,903	0,602	0,361
Cremer	Têxtil	2007	0,193	0,601	0,212
Cremer	Têxtil	2008	0,186	0,710	0,038
Cremer	Têxtil	2009	0,888	0,444	1,148
Cremer	Têxtil	2010	0,861	0,342	1,107
Cremer	Têxtil	2011	1,691	0,270	1,014
Csu Cardsyst.	Outros	2007	1,497	0,543	1,004
Csu Cardsyst.	Outros	2008	1,389	0,595	0,994
Csu Cardsyst.	Outros	2009	1,135	0,565	1,635
Csu Cardsyst.	Outros	2010	1,051	0,517	0,906
Csu Cardsyst.	Outros	2011	1,191	0,418	0,876
Cyrela Realty	Construção	2007	1,281	0,347	2,179
Cyrela Realty	Construção	2008	2,563	0,539	0,906
Cyrela Realty	Construção	2009	1,738	0,571	0,959
Cyrela Realty	Construção	2010	1,783	0,508	0,744
Cyrela Realty	Construção	2011	1,952	0,468	0,652
Embraer	Veículos e Peças	2007	1,976	0,591	1,028
Embraer	Veículos e Peças	2008	2,601	0,539	0,649
Embraer	Veículos e Peças	2009	2,176	0,448	0,747
Embraer	Veículos e Peças	2010	1,771	0,445	0,916
Embraer	Veículos e Peças	2011	1,945	0,486	1,030
Energias BR	Energia Elétrica	2007	1,483	0,343	0,365
Energias BR	Energia Elétrica	2008	1,955	0,395	0,407
Energias BR	Energia Elétrica	2009	1,700	0,368	0,361
Energias BR	Energia Elétrica	2010	1,813	0,306	0,426
Energias BR	Energia Elétrica	2011	1,967	0,297	0,791
Equatorial	Energia Elétrica	2007	2,199	0,366	0,623
Equatorial	Energia Elétrica	2008	3,595	0,287	0,487
Equatorial	Energia Elétrica	2009	3,522	0,268	0,516
Equatorial	Energia Elétrica	2010	1,578	0,332	0,653
Equatorial	Energia Elétrica	2011	1,701	0,368	0,776

Eternit	Minerais não Met.	2007	0,504	0,681	0,816
Eternit	Minerais não Met.	2008	0,556	0,675	0,908
Eternit	Minerais não Met.	2009	0,471	0,676	0,862
Eternit	Minerais não Met.	2010	0,603	0,685	1,274
Eternit	Minerais não Met.	2011	0,579	0,640	1,234
Eztec	Construção	2007	0,221	0,743	0,344
Eztec	Construção	2008	0,160	0,569	0,295
Eztec	Construção	2009	0,242	0,594	0,801
Eztec	Construção	2010	0,258	0,676	1,434
Eztec	Construção	2011	0,269	0,657	1,597
Ferbasa	Siderurgia e Met.	2007	0,129	0,746	-0,129
Ferbasa	Siderurgia e Met.	2008	0,174	0,843	0,187
Ferbasa	Siderurgia e Met.	2009	0,130	0,842	0,671
Ferbasa	Siderurgia e Met.	2010	0,157	0,685	0,569
Ferbasa	Siderurgia e Met.	2011	0,159	0,610	0,551
Gol	Transporte	2007	1,391	0,645	0,965
Gol	Transporte	2008	4,157	0,451	0,821
Gol	Transporte	2009	1,958	0,424	1,115
Gol	Transporte	2010	2,094	0,271	1,041
Gol	Transporte	2011	3,830	0,426	0,767
Grendene	Têxtil	2007	0,306	0,632	-0,271
Grendene	Têxtil	2008	0,293	0,698	-0,342
Grendene	Têxtil	2009	0,205	0,859	0,514
Grendene	Têxtil	2010	0,193	0,935	0,578
Grendene	Têxtil	2011	0,136	0,937	0,678
Hypermarcas	Outros	2007	1,850	0,313	1,091
Hypermarcas	Outros	2008	0,860	0,391	0,745
Hypermarcas	Outros	2009	0,829	0,455	2,260
Hypermarcas	Outros	2010	0,974	0,355	1,405
Hypermarcas	Outros	2011	1,005	0,240	0,762
Iguatemi	Outros	2007	0,655	0,306	0,420
Iguatemi	Outros	2008	0,517	0,298	0,472
Iguatemi	Outros	2009	0,424	0,216	0,511
Iguatemi	Outros	2010	0,542	0,181	0,720
Iguatemi	Outros	2011	0,835	0,193	0,736
JBS	Alimentos e Beb.	2007	1,766	0,700	1,701
JBS	Alimentos e Beb.	2008	1,624	0,495	0,799
JBS	Alimentos e Beb.	2009	1,540	0,367	0,835
JBS	Alimentos e Beb.	2010	1,531	0,360	0,655
JBS	Alimentos e Beb.	2011	1,294	0,389	0,749
Kepler Weber	Siderurgia e Met.	2007	1,283	0,232	61,724
Kepler Weber	Siderurgia e Met.	2008	1,401	0,248	24,749
Kepler Weber	Siderurgia e Met.	2009	1,441	0,343	69,430
Kepler Weber	Siderurgia e Met.	2010	1,055	0,357	31,579
Kepler Weber	Siderurgia e Met.	2011	1,194	0,376	23,796
Light S/A	Energia Elétrica	2007	2,349	0,277	0,705
Light S/A	Energia Elétrica	2008	2,375	0,329	0,707
Light S/A	Energia Elétrica	2009	2,242	0,342	0,725
Light S/A	Energia Elétrica	2010	1,881	0,349	0,903
Light S/A	Energia Elétrica	2011	2,409	0,256	0,897
Localiza	Outros	2007	2,684	0,539	2,796
Localiza	Outros	2008	2,825	0,227	1,615
Localiza	Outros	2009	3,220	0,422	1,935
Localiza	Outros	2010	2,733	0,339	2,061

Localiza	Outros	2011	2,578	0,275	2,029
LogIn	Transporte	2007	0,323	0,783	0,692
LogIn	Transporte	2008	0,309	0,513	0,652
LogIn	Transporte	2009	0,570	0,187	0,828
LogIn	Transporte	2010	0,873	0,125	0,907
LogIn	Transporte	2011	1,821	0,123	0,953
Lojas Americ	Comércio	2007	16,450	0,709	1,741
Lojas Americ	Comércio	2008	21,401	0,630	0,969
Lojas Americ	Comércio	2009	16,752	0,489	1,278
Lojas Americ	Comércio	2010	16,665	0,589	1,218
Lojas Americ	Comércio	2011	12,831	0,515	1,334
Lojas Renner	Comércio	2007	1,370	0,945	2,990
Lojas Renner	Comércio	2008	1,191	0,904	1,357
Lojas Renner	Comércio	2009	1,471	0,929	2,456
Lojas Renner	Comércio	2010	1,405	0,681	2,711
Lojas Renner	Comércio	2011	1,583	0,583	2,575
Lopes Brasil	Outros	2007	22,092	0,314	2,639
Lopes Brasil	Outros	2008	222,387	0,192	1,579
Lopes Brasil	Outros	2009	22,571	0,333	3,550
Lopes Brasil	Outros	2010	2,763	0,321	2,634
Lopes Brasil	Outros	2011	1,630	0,298	1,844
Lupatech	Siderurgia e Met.	2007	3,315	0,279	2,657
Lupatech	Siderurgia e Met.	2008	7,362	0,269	1,166
Lupatech	Siderurgia e Met.	2009	4,143	0,127	1,190
Lupatech	Siderurgia e Met.	2010	6,921	0,196	1,029
Lupatech	Siderurgia e Met.	2011	-33,377	0,558	0,955
M Diasbranco	Alimentos e Beb.	2007	0,746	0,720	1,620
M Diasbranco	Alimentos e Beb.	2008	0,958	0,625	1,317
M Diasbranco	Alimentos e Beb.	2009	0,544	0,616	2,198
M Diasbranco	Alimentos e Beb.	2010	0,341	0,478	2,011
M Diasbranco	Alimentos e Beb.	2011	0,525	0,532	2,243
Magnesita SA	Mineração	2007	1,850	0,604	1,459
Magnesita SA	Mineração	2008	1,633	0,249	0,693
Magnesita SA	Mineração	2009	1,237	0,275	1,004
Magnesita SA	Mineração	2010	1,258	0,183	0,774
Magnesita SA	Mineração	2011	1,022	0,256	0,591
Marfrig	Alimentos e Beb.	2007	2,377	0,396	1,099
Marfrig	Alimentos e Beb.	2008	2,354	0,436	0,708
Marfrig	Alimentos e Beb.	2009	1,737	0,410	0,760
Marfrig	Alimentos e Beb.	2010	4,846	0,371	0,754
Marfrig	Alimentos e Beb.	2011	6,320	0,324	0,722
Minerva	Alimentos e Beb.	2007	1,577	0,310	0,524
Minerva	Alimentos e Beb.	2008	5,675	0,332	0,489
Minerva	Alimentos e Beb.	2009	2,935	0,346	0,649
Minerva	Alimentos e Beb.	2010	4,189	0,255	0,614
Minerva	Alimentos e Beb.	2011	3,862	0,353	0,589
MRV	Construção	2007	0,387	0,813	0,588
MRV	Construção	2008	0,729	0,474	0,377
MRV	Construção	2009	0,822	0,608	1,170
MRV	Construção	2010	1,362	0,465	0,993
MRV	Construção	2011	1,676	0,462	0,706
Natura	Comércio	2007	1,894	0,752	3,539
Natura	Comércio	2008	2,030	0,753	4,672
Natura	Comércio	2009	1,405	0,835	5,355

Natura	Comércio	2010	1,562	0,609	5,753
Natura	Comércio	2011	2,034	0,501	5,138
Net	Outros	2007	0,857	0,260	1,801
Net	Outros	2008	1,303	0,287	1,391
Net	Outros	2009	1,376	0,230	1,239
Net	Outros	2010	1,239	0,273	0,972
Net	Outros	2011	1,124	0,395	1,367
PAcucarCbd	Comércio	2007	1,543	0,563	0,971
PAcucarCbd	Comércio	2008	1,505	0,420	0,874
PAcucarCbd	Comércio	2009	1,746	0,507	1,138
PAcucarCbd	Comércio	2010	3,217	0,474	0,947
PAcucarCbd	Comércio	2011	3,429	0,516	1,038
Paranapanema	Siderurgia e Met.	2007	-67,255	0,714	0,731
Paranapanema	Siderurgia e Met.	2008	1,783	0,552	0,451
Paranapanema	Siderurgia e Met.	2009	1,021	0,880	0,717
Paranapanema	Siderurgia e Met.	2010	1,105	0,783	0,604
Paranapanema	Siderurgia e Met.	2011	1,273	0,875	0,417
Petrobras	Petróleo e Gás	2007	1,031	0,405	1,982
Petrobras	Petróleo e Gás	2008	1,112	0,407	1,364
Petrobras	Petróleo e Gás	2009	1,167	0,312	1,239
Petrobras	Petróleo e Gás	2010	0,695	0,267	0,928
Petrobras	Petróleo e Gás	2011	0,816	0,253	0,773
Positivo Inf	Eletroeletrônicos	2007	0,784	0,968	1,601
Positivo Inf	Eletroeletrônicos	2008	1,037	0,958	0,605
Positivo Inf	Eletroeletrônicos	2009	1,159	0,944	1,248
Positivo Inf	Eletroeletrônicos	2010	1,375	0,830	0,411
Positivo Inf	Eletroeletrônicos	2011	1,532	0,825	0,426
Profarma	Comércio	2007	1,081	0,592	0,998
Profarma	Comércio	2008	0,959	0,697	0,147
Profarma	Comércio	2009	0,960	0,761	0,491
Profarma	Comércio	2010	1,063	0,784	0,401
Profarma	Comércio	2011	1,252	0,747	0,210
Randon Part	Veículos e Peças	2007	1,890	0,560	0,794
Randon Part	Veículos e Peças	2008	1,814	0,453	0,437
Randon Part	Veículos e Peças	2009	1,915	0,347	0,863
Randon Part	Veículos e Peças	2010	2,166	0,375	0,764
Randon Part	Veículos e Peças	2011	1,966	0,400	0,653
Renar	Agro e Pesca	2007	0,648	0,602	1,157
Renar	Agro e Pesca	2008	1,061	0,596	0,977
Renar	Agro e Pesca	2009	1,012	0,584	1,036
Renar	Agro e Pesca	2010	2,428	0,404	0,889
Renar	Agro e Pesca	2011	2,897	0,413	0,863
Rodobensimob	Construção	2007	0,410	0,671	0,963
Rodobensimob	Construção	2008	0,731	0,666	0,551
Rodobensimob	Construção	2009	1,351	0,784	0,408
Rodobensimob	Construção	2010	2,205	0,648	0,357
Rodobensimob	Construção	2011	1,849	0,396	0,235
Sabesp	Outros	2007	0,908	0,276	0,784
Sabesp	Outros	2008	1,107	0,286	0,723
Sabesp	Outros	2009	1,048	0,282	0,720
Sabesp	Outros	2010	1,412	0,257	0,860
Sabesp	Outros	2011	1,391	0,271	1,112
Sanepar	Outros	2007	0,744	0,213	0,549
Sanepar	Outros	2008	1,410	0,152	0,626

Sanepar	Outros	2009	1,387	0,151	0,709
Sanepar	Outros	2010	1,435	0,143	0,806
Sanepar	Outros	2011	1,458	0,170	1,038
Saraiva Livr	Outros	2007	0,855	0,803	1,224
Saraiva Livr	Outros	2008	1,032	0,852	0,841
Saraiva Livr	Outros	2009	1,285	0,741	1,392
Saraiva Livr	Outros	2010	1,598	0,694	1,155
Saraiva Livr	Outros	2011	1,869	0,618	0,687
Schulz	Veículos e Peças	2007	1,850	0,617	0,532
Schulz	Veículos e Peças	2008	3,519	0,471	0,515
Schulz	Veículos e Peças	2009	3,065	0,433	0,441
Schulz	Veículos e Peças	2010	1,866	0,405	1,089
Schulz	Veículos e Peças	2011	1,944	0,472	0,856
SLC Agrícola	Agro e Pesca	2007	0,620	0,623	3,247
SLC Agrícola	Agro e Pesca	2008	1,152	0,523	1,221
SLC Agrícola	Agro e Pesca	2009	0,948	0,514	1,286
SLC Agrícola	Agro e Pesca	2010	0,662	0,397	0,840
SLC Agrícola	Agro e Pesca	2011	0,867	0,491	0,799
Souza Cruz	Outros	2007	1,053	0,920	0,805
Souza Cruz	Outros	2008	0,698	0,665	0,630
Souza Cruz	Outros	2009	1,014	0,732	1,016
Souza Cruz	Outros	2010	1,135	0,770	5,711
Souza Cruz	Outros	2011	1,046	0,732	10,575
Suzano Papel	Papel e Celulose	2007	1,609	0,190	0,970
Suzano Papel	Papel e Celulose	2008	2,468	0,256	0,674
Suzano Papel	Papel e Celulose	2009	1,910	0,256	0,773
Suzano Papel	Papel e Celulose	2010	1,189	0,202	0,603
Suzano Papel	Papel e Celulose	2011	1,239	0,257	0,471
Tecnisa	Construção	2007	0,475	0,540	1,078
Tecnisa	Construção	2008	0,831	0,392	0,637
Tecnisa	Construção	2009	1,554	0,433	0,603
Tecnisa	Construção	2010	2,021	0,408	0,904
Tecnisa	Construção	2011	1,620	0,438	0,493
Tegma	Transporte	2007	0,435	0,751	1,208
Tegma	Transporte	2008	0,822	0,650	0,678
Tegma	Transporte	2009	0,712	0,784	1,563
Tegma	Transporte	2010	0,431	0,784	2,661
Tegma	Transporte	2011	1,359	0,329	2,109
Telef Brasil	Telecomunicações	2007	0,911	0,640	0,847
Telef Brasil	Telecomunicações	2008	0,990	0,588	0,905
Telef Brasil	Telecomunicações	2009	1,034	0,736	0,766
Telef Brasil	Telecomunicações	2010	0,711	0,689	2,126
Telef Brasil	Telecomunicações	2011	0,512	0,575	0,984
Tempo Part	Outros	2007	0,356	0,764	0,857
Tempo Part	Outros	2008	0,785	0,660	0,411
Tempo Part	Outros	2009	0,710	0,691	0,493
Tempo Part	Outros	2010	0,939	0,815	0,705
Tempo Part	Outros	2011	0,753	0,704	0,847
Tim Part S/A	Telecomunicações	2007	0,877	0,741	1,304
Tim Part S/A	Telecomunicações	2008	1,085	0,696	1,103
Tim Part S/A	Telecomunicações	2009	1,097	0,629	0,987
Tim Part S/A	Telecomunicações	2010	0,881	0,627	1,226
Tim Part S/A	Telecomunicações	2011	0,809	0,648	1,275
Totvs	Software e Dados	2007	0,244	0,948	0,271

Totvs	Software e Dados	2008	1,293	0,286	0,558
Totvs	Software e Dados	2009	1,411	0,350	0,758
Totvs	Software e Dados	2010	1,286	0,321	3,451
Totvs	Software e Dados	2011	0,784	0,537	4,412
Tractebel	Energia Elétrica	2007	1,342	0,391	2,163
Tractebel	Energia Elétrica	2008	1,631	0,370	1,664
Tractebel	Energia Elétrica	2009	1,623	0,249	1,697
Tractebel	Energia Elétrica	2010	1,533	0,291	1,691
Tractebel	Energia Elétrica	2011	1,271	0,225	2,095
Tran Paulist	Energia Elétrica	2007	0,312	0,323	0,942
Tran Paulist	Energia Elétrica	2008	0,382	0,459	1,078
Tran Paulist	Energia Elétrica	2009	0,510	0,590	1,122
Tran Paulist	Energia Elétrica	2010	0,519	0,344	1,117
Tran Paulist	Energia Elétrica	2011	0,853	0,496	1,346
Tupy	Veículos e Peças	2007	1,696	0,271	484,327
Tupy	Veículos e Peças	2008	1,622	0,363	307,710
Tupy	Veículos e Peças	2009	1,507	0,383	316,497
Tupy	Veículos e Peças	2010	1,477	0,297	0,807
Tupy	Veículos e Peças	2011	2,190	0,334	0,695
Unipar	Química	2007	2,411	0,304	0,880
Unipar	Química	2008	10,548	0,202	0,719
Unipar	Química	2009	3,088	0,140	0,754
Unipar	Química	2010	1,698	0,295	0,413
Unipar	Química	2011	1,334	0,466	0,426
Usiminas	Siderurgia e Met.	2007	0,659	0,458	0,995
Usiminas	Siderurgia e Met.	2008	0,835	0,352	0,464
Usiminas	Siderurgia e Met.	2009	0,635	0,302	0,666
Usiminas	Siderurgia e Met.	2010	0,825	0,245	0,966
Usiminas	Siderurgia e Met.	2011	0,930	0,255	0,742
VAgro	Outros	2007	0,867	0,710	1,063
VAgro	Outros	2008	3,788	0,380	0,866
VAgro	Outros	2009	0,309	0,392	1,374
VAgro	Outros	2010	0,925	0,499	0,914
VAgro	Outros	2011	1,191	0,669	0,624
Valid	Outros	2007	0,308	0,776	1,725
Valid	Outros	2008	0,964	0,313	0,955
Valid	Outros	2009	0,807	0,271	1,119
Valid	Outros	2010	0,773	0,535	1,205
Valid	Outros	2011	0,819	0,541	1,824
Viver	Construção	2007	1,010	0,426	0,897
Viver	Construção	2008	1,696	0,387	0,753
Viver	Construção	2009	1,442	0,385	0,721
Viver	Construção	2010	1,252	0,466	0,460
Viver	Construção	2011	2,100	0,537	0,434

ANEXO IX – COMPOSIÇÃO DOS CONGLOMERADOS

Empresa	Setor	Anos	Conglomerados
B2W Varejo	Comércio	2007	1
B2W Varejo	Comércio	2008	1
B2W Varejo	Comércio	2009	1
B2W Varejo	Comércio	2010	1
B2W Varejo	Comércio	2011	1
Braskem	Química	2007	2
Braskem	Química	2008	2
Braskem	Química	2009	2
Braskem	Química	2010	2
Braskem	Química	2011	2
BRF Foods	Alimentos e Bebidasidas	2007	1
BRF Foods	Alimentos e Bebidasidas	2008	1
BRF Foods	Alimentos e Bebidasidas	2009	2
BRF Foods	Alimentos e Bebidasidas	2010	2
BRF Foods	Alimentos e Bebidasidas	2011	2
Brookfield	Construção	2007	3
Brookfield	Construção	2008	2
Brookfield	Construção	2009	3
Brookfield	Construção	2010	2
Brookfield	Construção	2011	2
Celesc	Energia Elétrica	2007	2
Celesc	Energia Elétrica	2008	2
Celesc	Energia Elétrica	2009	2
Celesc	Energia Elétrica	2010	2
Celesc	Energia Elétrica	2011	2
Cemig	Energia Elétrica	2007	2
Cemig	Energia Elétrica	2008	2
Cemig	Energia Elétrica	2009	2
Cemig	Energia Elétrica	2010	2
Cemig	Energia Elétrica	2011	2
Cesp	Energia Elétrica	2007	2
Cesp	Energia Elétrica	2008	2
Cesp	Energia Elétrica	2009	2
Cesp	Energia Elétrica	2010	2
Cesp	Energia Elétrica	2011	2
Cia Hering	Têxtil	2007	3
Cia Hering	Têxtil	2008	2
Cia Hering	Têxtil	2009	1
Cia Hering	Têxtil	2010	1
Cia Hering	Têxtil	2011	1
Comgas	Petróleo e Gás	2007	2
Comgas	Petróleo e Gás	2008	1
Comgas	Petróleo e Gás	2009	2
Comgas	Petróleo e Gás	2010	2
Comgas	Petróleo e Gás	2011	2
Copasa	Outros	2007	3
Copasa	Outros	2008	3
Copasa	Outros	2009	2

Copasa	Outros	2010	2
Copasa	Outros	2011	2
Copel	Energia Elétrica	2007	2
Copel	Energia Elétrica	2008	2
Copel	Energia Elétrica	2009	3
Copel	Energia Elétrica	2010	2
Copel	Energia Elétrica	2011	2
CPFL Energia	Energia Elétrica	2007	2
CPFL Energia	Energia Elétrica	2008	2
CPFL Energia	Energia Elétrica	2009	2
CPFL Energia	Energia Elétrica	2010	2
CPFL Energia	Energia Elétrica	2011	2
Csu Cardsystem	Outros	2007	1
Csu Cardsystem	Outros	2008	1
Csu Cardsystem	Outros	2009	1
Csu Cardsystem	Outros	2010	1
Csu Cardsystem	Outros	2011	2
Cyrela Realty	Construção	2007	2
Cyrela Realty	Construção	2008	2
Cyrela Realty	Construção	2009	2
Cyrela Realty	Construção	2010	2
Cyrela Realty	Construção	2011	2
Embraer	Veículos e Peças	2007	2
Embraer	Veículos e Peças	2008	2
Embraer	Veículos e Peças	2009	2
Embraer	Veículos e Peças	2010	2
Embraer	Veículos e Peças	2011	2
Energias BR	Energia Elétrica	2007	2
Energias BR	Energia Elétrica	2008	2
Energias BR	Energia Elétrica	2009	2
Energias BR	Energia Elétrica	2010	2
Energias BR	Energia Elétrica	2011	2
Equatorial	Energia Elétrica	2007	2
Equatorial	Energia Elétrica	2008	2
Equatorial	Energia Elétrica	2009	2
Equatorial	Energia Elétrica	2010	2
Equatorial	Energia Elétrica	2011	2
Eternit	Minerais não Metálicos	2007	1
Eternit	Minerais não Metálicos	2008	1
Eternit	Minerais não Metálicos	2009	1
Eternit	Minerais não Metálicos	2010	1
Eternit	Minerais não Metálicos	2011	1
Gol	Transporte	2007	1
Gol	Transporte	2008	2
Gol	Transporte	2009	2
Gol	Transporte	2010	2
Gol	Transporte	2011	2
Hypermarcas	Outros	2007	2
Hypermarcas	Outros	2008	2
Hypermarcas	Outros	2009	2
Hypermarcas	Outros	2010	3
Hypermarcas	Outros	2011	3
Kepler Weber	Siderurgia e Metalurgia	2007	3
Kepler Weber	Siderurgia e Metalurgia	2008	3

Kepler Weber	Siderurgia e Metalurgia	2009	3
Kepler Weber	Siderurgia e Metalurgia	2010	3
Kepler Weber	Siderurgia e Metalurgia	2011	3
Light S/A	Energia Elétrica	2007	2
Light S/A	Energia Elétrica	2008	2
Light S/A	Energia Elétrica	2009	2
Light S/A	Energia Elétrica	2010	2
Light S/A	Energia Elétrica	2011	2
Localiza	Outros	2007	2
Localiza	Outros	2008	2
Localiza	Outros	2009	2
Localiza	Outros	2010	2
Localiza	Outros	2011	2
LogIn	Transporte	2007	3
LogIn	Transporte	2008	3
LogIn	Transporte	2009	3
LogIn	Transporte	2010	3
LogIn	Transporte	2011	2
Lojas Americ	Comércio	2007	1
Lojas Americ	Comércio	2008	1
Lojas Americ	Comércio	2009	1
Lojas Americ	Comércio	2010	1
Lojas Americ	Comércio	2011	1
Lojas Renner	Comércio	2007	1
Lojas Renner	Comércio	2008	1
Lojas Renner	Comércio	2009	1
Lojas Renner	Comércio	2010	1
Lojas Renner	Comércio	2011	1
Lupatech	Siderurgia e Metalurgia	2007	3
Lupatech	Siderurgia e Metalurgia	2008	2
Lupatech	Siderurgia e Metalurgia	2009	3
Lupatech	Siderurgia e Metalurgia	2010	2
Lupatech	Siderurgia e Metalurgia	2011	2
M Diasbranco	Alimentos e Bebidas	2007	1
M Diasbranco	Alimentos e Bebidas	2008	1
M Diasbranco	Alimentos e Bebidas	2009	1
M Diasbranco	Alimentos e Bebidas	2010	1
M Diasbranco	Alimentos e Bebidas	2011	1
Magnesita SA	Mineração	2007	2
Magnesita SA	Mineração	2008	2
Magnesita SA	Mineração	2009	2
Magnesita SA	Mineração	2010	3
Magnesita SA	Mineração	2011	3
Marfrig	Alimentos e Bebidas	2007	3
Marfrig	Alimentos e Bebidas	2008	2
Marfrig	Alimentos e Bebidas	2009	3
Marfrig	Alimentos e Bebidas	2010	2
Marfrig	Alimentos e Bebidas	2011	2
Minerva	Alimentos e Bebidas	2007	3
Minerva	Alimentos e Bebidas	2008	2
Minerva	Alimentos e Bebidas	2009	3
Minerva	Alimentos e Bebidas	2010	2
Minerva	Alimentos e Bebidas	2011	2
MRV	Construção	2007	3

MRV	Construção	2008	3
MRV	Construção	2009	3
MRV	Construção	2010	3
MRV	Construção	2011	2
Natura	Comércio	2007	1
Natura	Comércio	2008	1
Natura	Comércio	2009	1
Natura	Comércio	2010	1
Natura	Comércio	2011	1
Net	Outros	2007	2
Net	Outros	2008	2
Net	Outros	2009	2
Net	Outros	2010	2
Net	Outros	2011	2
PAcucarCbd	Comércio	2007	1
PAcucarCbd	Comércio	2008	1
PAcucarCbd	Comércio	2009	1
PAcucarCbd	Comércio	2010	1
PAcucarCbd	Comércio	2011	1
Petrobras	Petróleo e Gás	2007	2
Petrobras	Petróleo e Gás	2008	2
Petrobras	Petróleo e Gás	2009	2
Petrobras	Petróleo e Gás	2010	2
Petrobras	Petróleo e Gás	2011	2
Positivo Inf	Eletroeletrônicos	2007	1
Positivo Inf	Eletroeletrônicos	2008	1
Positivo Inf	Eletroeletrônicos	2009	1
Positivo Inf	Eletroeletrônicos	2010	1
Positivo Inf	Eletroeletrônicos	2011	1
Randon Part	Veículos e Peças	2007	1
Randon Part	Veículos e Peças	2008	1
Randon Part	Veículos e Peças	2009	3
Randon Part	Veículos e Peças	2010	3
Randon Part	Veículos e Peças	2011	3
Renar	Agro e Pesca	2007	2
Renar	Agro e Pesca	2008	2
Renar	Agro e Pesca	2009	2
Renar	Agro e Pesca	2010	2
Renar	Agro e Pesca	2011	2
Rodobensimob	Construção	2007	3
Rodobensimob	Construção	2008	3
Rodobensimob	Construção	2009	1
Rodobensimob	Construção	2010	2
Rodobensimob	Construção	2011	3
Sabesp	Outros	2007	2
Sabesp	Outros	2008	2
Sabesp	Outros	2009	2
Sabesp	Outros	2010	2
Sabesp	Outros	2011	2
Sanepar	Outros	2007	2
Sanepar	Outros	2008	2
Sanepar	Outros	2009	2
Sanepar	Outros	2010	2
Sanepar	Outros	2011	2

Saraiva Livr	Outros	2007	1
Saraiva Livr	Outros	2008	1
Saraiva Livr	Outros	2009	1
Saraiva Livr	Outros	2010	1
Saraiva Livr	Outros	2011	1
Schulz	Veículos e Peças	2007	1
Schulz	Veículos e Peças	2008	1
Schulz	Veículos e Peças	2009	2
Schulz	Veículos e Peças	2010	2
Schulz	Veículos e Peças	2011	2
SLC Agrícola	Agro e Pesca	2007	2
SLC Agrícola	Agro e Pesca	2008	2
SLC Agrícola	Agro e Pesca	2009	2
SLC Agrícola	Agro e Pesca	2010	2
SLC Agrícola	Agro e Pesca	2011	2
Souza Cruz	Outros	2007	1
Souza Cruz	Outros	2008	1
Souza Cruz	Outros	2009	1
Souza Cruz	Outros	2010	1
Souza Cruz	Outros	2011	1
Suzano Papel	Papel e Celulose	2007	3
Suzano Papel	Papel e Celulose	2008	2
Suzano Papel	Papel e Celulose	2009	2
Suzano Papel	Papel e Celulose	2010	3
Suzano Papel	Papel e Celulose	2011	2
Tecnisa	Construção	2007	3
Tecnisa	Construção	2008	3
Tecnisa	Construção	2009	3
Tecnisa	Construção	2010	2
Tecnisa	Construção	2011	3
Tegma	Transporte	2007	1
Tegma	Transporte	2008	1
Tegma	Transporte	2009	1
Tegma	Transporte	2010	1
Tegma	Transporte	2011	1
Telef Brasil	Telecomunicações	2007	1
Telef Brasil	Telecomunicações	2008	1
Telef Brasil	Telecomunicações	2009	1
Telef Brasil	Telecomunicações	2010	1
Telef Brasil	Telecomunicações	2011	2
Tempo Part	Outros	2007	3
Tempo Part	Outros	2008	1
Tempo Part	Outros	2009	1
Tempo Part	Outros	2010	1
Tempo Part	Outros	2011	1
Tim Part S/A	Telecomunicações	2007	1
Tim Part S/A	Telecomunicações	2008	1
Tim Part S/A	Telecomunicações	2009	1
Tim Part S/A	Telecomunicações	2010	1
Tim Part S/A	Telecomunicações	2011	1
Totvs	Software e Dados	2007	1
Totvs	Software e Dados	2008	3
Totvs	Software e Dados	2009	3
Totvs	Software e Dados	2010	3

Totvs	Software e Dados	2011	1
Tractebel	Energia Elétrica	2007	2
Tractebel	Energia Elétrica	2008	2
Tractebel	Energia Elétrica	2009	2
Tractebel	Energia Elétrica	2010	2
Tractebel	Energia Elétrica	2011	2
Tran Paulista	Energia Elétrica	2007	2
Tran Paulista	Energia Elétrica	2008	2
Tran Paulista	Energia Elétrica	2009	2
Tran Paulista	Energia Elétrica	2010	3
Tran Paulista	Energia Elétrica	2011	2
Usiminas	Siderurgia e Metalurgia	2007	3
Usiminas	Siderurgia e Metalurgia	2008	3
Usiminas	Siderurgia e Metalurgia	2009	3
Usiminas	Siderurgia e Metalurgia	2010	3
Usiminas	Siderurgia e Metalurgia	2011	3
VAgro	Outros	2007	1
VAgro	Outros	2008	2
VAgro	Outros	2009	3
VAgro	Outros	2010	2
VAgro	Outros	2011	2
Valid	Outros	2007	1
Valid	Outros	2008	3
Valid	Outros	2009	3
Valid	Outros	2010	1
Valid	Outros	2011	1
Viver	Construção	2007	2
Viver	Construção	2008	2
Viver	Construção	2009	2
Viver	Construção	2010	2
Viver	Construção	2011	2

ANEXO X – GRAUS DE OTIMISMO DAS MENSAGENS

Empresa	Setor	Otimismo 2007	Otimismo 2008	Otimismo 2009	Otimismo 2010	Otimismo 2011
B2W Varejo	Comércio	6,247	6,413	6,413	6,413	7,123
BR Malls Par	Outros	6,709	6,858	6,858	7,308	7,308
Brasilagro	Agro e Pesca	5,704	5,778	5,778	5,704	6,352
Braskem	Química	7,129	7,129	7,129	7,129	6,974
BRF Foods	Alimentos e Beb	7,104	6,869	6,747	6,827	6,716
Brookfield	Construção	6,758	6,518	7,314	6,839	6,908
Caf Brasília	Alimentos e Beb	5,766	5,766	5,766	6,470	6,470
Celesc	Energia Elétrica	6,599	6,926	6,851	6,529	6,408
Cemig	Energia Elétrica	7,296	7,092	7,296	7,296	7,296
Cesp	Energia Elétrica	5,945	6,167	6,222	5,815	6,222
Cia Hering	Textil	7,099	6,988	6,913	7,099	6,913
Comgas	Petróleo e Gas	7,407	7,296	7,296	7,407	7,407
Copasa	Outros	6,279	7,062	6,339	7,266	7,382
Copel	Energia Elétrica	6,871	6,692	6,673	6,641	6,790
CPFL Energia	Energia Elétrica	6,469	7,333	7,179	7,217	7,240
Cr2	Construção	6,981	6,778	6,889	6,834	7,221
Cremer	Textil	6,801	6,858	7,548	7,332	7,258
Csu Cardsystem	Outros	6,814	7,154	6,531	6,526	6,160
Cyrela Realty	Construção	7,252	6,438	6,733	6,636	6,981
Embraer	Veículos e peças	6,531	7,106	6,698	6,753	6,828
Energias BR	Energia Elétrica	6,937	7,018	6,641	6,844	6,813
Equatorial	Energia Elétrica	7,018	6,863	6,709	6,444	6,530
Eternit	Minerais não Met	6,186	6,389	6,580	7,000	6,951
Eztec	Construção	6,314	6,840	6,710	6,759	6,630
Ferbasa	Siderur & Metalur	6,426	6,426	6,519	6,668	6,717
Gol	Transporte Serviç	6,524	6,247	6,420	6,235	6,543
Grendene	Textil	6,203	7,080	6,926	6,736	6,877
Hypermarcas	Outros	6,172	6,376	6,056	6,247	6,450
Iguatemi	Outros	6,419	7,023	6,733	6,808	6,993
JBS	Alimentos e Beb	7,068	6,643	7,228	7,068	7,228
Kepler Weber	Siderur & Metalur	6,117	6,154	6,228	6,358	6,228
Light S/A	Energia Elétrica	6,871	6,501	6,686	6,604	6,871
Localiza	Outros	6,623	7,154	6,340	6,526	5,969
Log-In	Transporte Serviç	7,018	6,863	6,709	6,444	6,530
Lojas Americ	Comércio	6,247	6,469	6,901	6,401	7,461
Lojas Renner	Comércio	6,247	6,247	6,278	6,641	7,277
Lopes Brasil	Outros	6,172	6,376	6,056	6,247	6,450
Lupatech	Siderur & Metalur	6,673	6,617	6,580	6,858	6,859
M. Diasbranco	Alimentos e Beb	6,335	6,748	6,667	6,673	6,778
Magnesita SA	Mineração	7,129	7,129	7,129	7,129	6,974
Marfrig	Alimentos e Beb	6,191	6,118	6,118	6,470	6,470
Minerva	Alimentos e Beb	6,951	6,748	7,111	6,951	7,111
MRV	Construção	7,252	6,438	6,733	6,636	6,981
Natura	Comércio	6,450	6,488	6,408	6,408	7,160
Net	Outros	6,419	7,023	6,733	6,808	6,993
P.Acucar-Cbd	Comércio	6,247	6,247	6,278	6,641	7,277
Paranapanema	Siderur & Metalur	6,482	6,333	6,377	6,667	6,748

Petrobras	Petróleo e Gas	7,407	7,296	7,296	7,407	7,407
Positivo Inf	Eletroeletrônicos	6,981	7,056	6,716	6,661	6,661
Profarma	Comércio	6,186	6,377	6,278	6,333	7,037
Randon Part	Veiculos e peças	6,186	7,012	6,414	6,518	7,197
Renar	Agro e Pesca	5,870	6,160	5,766	5,648	6,340
Rodobensimob	Construção	6,302	6,901	6,828	6,950	6,821
Sabesp	Outros	6,759	6,839	6,877	7,080	6,556
Sanepar	Outros	6,493	7,393	6,733	6,789	7,233
Saraiva Livr	Outros	6,753	6,931	6,377	6,526	6,160
Schulz	Veiculos e peças	6,622	6,672	6,716	6,111	6,919
SLC Agrícola	Agro e Pesca	6,302	6,136	6,235	6,117	6,587
Souza Cruz	Outros	6,203	6,469	6,352	6,481	6,266
Suzano Papel	Papel e Celulose	6,686	6,427	6,642	6,976	6,790
Tecnisa	Construção	6,877	7,346	7,073	6,902	7,111
Tegma	Transporte Serviç	7,018	6,617	6,709	6,691	6,746
Telef Brasil	Telecomunicações	6,759	6,507	6,599	6,851	6,351
Tempo Part	Outros	5,858	5,858	6,024	6,481	6,351
Tim Part S/A	Telecomunicações	6,851	6,944	6,431	6,736	6,673
Totvs	Software e Dados	6,894	6,969	6,500	6,587	6,587
Tractebel	Energia Elétrica	7,142	6,581	6,877	6,759	6,760
Tran Paulist	Energia Elétrica	6,136	6,136	6,172	6,198	6,413
Tupy	Veiculos e peças	6,531	7,106	6,698	6,753	6,828
Unipar	Química	6,851	7,320	6,926	7,091	6,974
Usiminas	Siderur & Metalur	6,760	6,130	6,691	6,722	6,748
V-Agro	Outros	5,964	6,365	6,278	6,352	6,557
Valid	Outros	7,018	6,734	6,587	6,846	6,901
Viver	Construção	6,099	6,266	6,396	6,469	6,543